

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي

الميدان : العلوم الاقتصادية، والتسيير والعلوم التجارية

المسار: علوم مالية ومحاسبة

تخصص : مالية مؤسسة

من إعداد الطالبة : أوبيري عرافة جهان

بعنوان :

أثر التسعير في البورصة على الأداء المالي للمؤسسة
الإقتصادية

دراسة حالة بعض مؤسسات القطاع الخاص (أليانس-روبية)
للفترة 2006-2015

نوقشت وأجيزت بتاريخ :

أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ/علي بن ساحة (أستاذ مساعد-جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

د/ محمد زرقون (أستاذ محاضر-جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

أ/خير الدين قريشي (أستاذ مساعد-جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الدراسية: 2015/2016

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي

الميدان : العلوم الاقتصادية، والتسيير والعلوم التجارية

المسار: علوم مالية ومحاسبة

تخصص : مالية مؤسسة

من إعداد الطالبة : أوبيري عرافة جهان

بعنوان :

أثر التسعير في البورصة على الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية

دراسة حالة بعض مؤسسات القطاع الخاص (أليانس-روبية)
للفترة 2006-2015

نوقشت وأجيزت بتاريخ: 2016/05/25

أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ/علي بن ساحة (أستاذ مساعد-جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

د/ محمد زرقون (أستاذ محاضر-جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

أ/خير الدين قريشي (أستاذ مساعد-جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الدراسية: 2015/2016

الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى من سهر على تربيته ونجاحي :

إلى الوالدين الكريمين حفظهم الله تعالى وورثتنا رضاهم، وأدعو الله أن يغفر
لهما ويرحمهما كما ربباني صغيراً.

كما أهدي هذا إلى أخي وأختي حماهم الله وبارك فيهما، وأدعو الله أن ييسر
لهما طريق العلم.

إلى كل من ساعدني ووقف بجانبني وكان سندا لي خلال فترة هذا العمل.

إلى كل أصدقائي من قريب أو من بعيد الذين هم في القلب ولا تسعمهم هذه
الورقة، فأسال الله أن يجزيهم خير الجزاء وأن يفتح لهم طريق الخير والبركة.

وإلى كل سالمي طريق العلم، أسأل الله أن يفتح لهم أبواب العلم والرحمة.

عزافة جيهان

الشكر والتقدير

بسم الخلاق العليم وبسم القرآن اليقين

اللهم طلي علي سيدنا محمد وعلي آله وصحبه وذريته وعلي من سار علي هداة
أجمعين

أشكر الله عزّ وجلّ الذي وفقني في إنجاز هذا العمل ولا يسعنا إلا أن ننسب
الفضل لذويه فنخص بالذكر بأسمى عبارات الشكر والتقدير الأستاذ الكريم:
د. محمد زرقون علي قبوله الإشراف علي مذكرتي هذه وكذا متابعتة الدائمة
وتوجيهاته القيمة التي أفادتني في إنجاز هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى ضيفه أيوب، بوطيبه وداد، قريشي مروة
ولكل من ساهم من قريب أو بعيد لكل من أبدى لي النصح ولم يتسع المقام
لذكره لهم جميعا عظيم الامتنان والتقدير.

عرافة جيهان

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أثر التسعيرة في البورصة على الأداء المالي للشركات الإقتصادية بالإعتماد على مجموعة من المؤشرات المالية المتمثلة في مؤشرات الأداء الربحي، مؤشرات أداء هيكل رأس المال، مؤشرات السيولة، ومن خلال تطبيق هذه الأخيرة على شركة الرويبة وشركة أليانس المسعرة في بورصة الجزائر اعتمادا على القوائم المالية حسب النظام المحاسبي المالي للفترة (2010-2015) بالنسبة لرويبة و(2006-2015) بالنسبة لأليانس، حيث توصلنا إلى أن الأداء المالي للشركتين عرف تراجعا، نظرا لحدائة دخولها في البورصة، كما عرفت تغير في نمط الملكية.

الكلمات الدالة : أداء مالي، تسعيرة، بورصة، نسب مالية، مؤشرات مالية، قطاع خاص.

Abstract:

This study aims to highlight the impact of pricing on the stock exchange on the financial performance of the companies economic relying on a set of financial indicators of performance indicators profit performance, indicators capital structure, liquidity indicators and through the application of recent companies Rouiba and alliance a stock exchange quoted Algeria depending on the financial statements by the accounting system for the financial period (2010-2015) for Rouiba and (2006-2015) for alliance, where we determined that the financial performance of the tow companies knew decline due to the recent entry in the stock market as defined by a change in the ownership pattern.

Keywords : financial performance, pricing, exchange, financial ratios, private sector.

قائمة المحتويات

IV.....	الإهداء.....
V.....	الشكر.....
VI.....	الملخص.....
VI.....	قائمة المحتويات.....
VIII.....	قائمة الجداول.....
IX.....	قائمة الأشكال.....
X.....	قائمة الاختصارات والرموز.....
XI.....	قائمة الملاحق.....
أ.....	المقدمة العامة.....
1.....	الفصل الأول : الإطار النظري للأداء المالي والتسعير في البورصة والدراسات السابقة.....
2.....	تمهيد.....
3.....	المبحث الأول : الطرح النظري للأداء المالي والتسعير في البورصة.....
12.....	المبحث الثاني : الدراسات السابقة.....
17.....	خلاصة الفصل.....
18.....	الفصل الثاني : دراسة تطبيقية لأثر التسعير في البورصة على الأداء المالي.....
19.....	تمهيد.....
20.....	المبحث الأول : عرض منهجية وأدوات الدراسة.....
23.....	المبحث الثاني : عرض النتائج ومناقشتها.....
34.....	خلاصة الفصل.....
35.....	الخاتمة العامة.....
38.....	قائمة المراجع.....
41.....	الملاحق.....
48.....	الفهرس.....

قائمة الجداول

الصفحة	إسم الجدول	رقم الجدول
16	يوضح مقارنة الدراسات السابقة العربية	(1-1)
20	الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2015	(1-2)
23	مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة أليانس للتأمينات قبل التسعير في البورصة	(2-2)
24	مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة أليانس للتأمينات بعد التسعير في البورصة	(3-2)
25	مؤشرات التوازن المالي لشركة روية قبل وبعد دخولها للبورصة	(4-2)
26	مؤشرات الأداء الربحي (المردودية) لمؤسسة أليانس قبل وبعد التسعير في البورصة	(5-2)
26	مؤشرات أداء هيكل رأس المال لمؤسسة أليانس قبل وبعد التسعير في البورصة	(6-2)
27	مؤشرات السيولة لمؤسسة أليانس قبل وبعد التسعير في البورصة	(7-2)
27	مؤشرات الأداء الربحي (المردودية) لشركة روية قبل وبعد التسعير في البورصة	(8-2)
27	مؤشرات أداء هيكل رأس المال لشركة روية قبل وبعد التسعير في البورصة	(9-2)
28	مؤشرات السيولة لشركة روية قبل وبعد التسعير في البورصة	(10-2)
28	مؤشرات الأداء الربحي (المردودية) قبل وبعد التسعير إلى البورصة	(11-2)
29	مؤشرات أداء هيكل رأس المال قبل وبعد الدخول إلى البورصة	(12-2)
29	مؤشرات السيولة قبل وبعد الدخول إلى بورصة الجزائر	(13-2)
30	المؤشرات الحديثة لمؤسسة أليانس بعد التسعير في بورصة الجزائر	(14-2)
30	المؤشرات الحديثة لشركة روية بعد التسعير في بورصة الجزائر	(15-2)
31	نسب التطور والنتائج المحققة لمؤسسات القطاع الخاص لبورصة الجزائر	(16-2)

قائمة الأشكال

الصفحة	إسم الشكل	رقم الشكل
24	المعادلة الأساسية للخزينة لشركة أليانس لسنوات الدراسة	(1-2)
25	المعادلة الأساسية للخزينة لشركة رويية لسنوات الدراسة	(2-2)
31	علاقة الربحية بالسيولة قبل وبعد الدخول إلى البورصة بالنسبة لمؤسسة أليانس للتأمينات	(3-2)
32	علاقة الربحية بالسيولة قبل وبعد الدخول إلى البورصة بالنسبة لمؤسسة رويية للتأمينات	(4-2)

قائمة الرموز والإختصارات

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأصلية	الرموز والإختصارات
رأس المال العامل الصافي الإجمالي	Fonds roulement net globale	FRg
الإحتياج في رأس المال العامل	Besoin en fonds de roulement	BFRg
الخزينة الصافية	Trésorerie globale	Tg
العائد على الأصول	Return on Assets	ROA
العائد على حق الملكية	Return on Equity	ROE
القيمة الإقتصادية المضافة	Economic Value Added	EVA
القيمة السوقية المضافة	Market value added	MVA

قائمة الملاحق

الصفحة	إسم الملحق	رقم الملحق
42	الميزانية (جانب الأصول) لشركة روية لسنوات الدراسة	01
43	الميزانية (جانب الخصوم) لشركة روية لسنوات الدراسة	02
44	الميزانية (جانب الأصول) لمؤسسة أليانس 2009-2006	03
45	الميزانية (جانب الخصوم) لمؤسسة أليانس 2009-2006	04
46	الميزانية (جانب الأصول) لمؤسسة أليانس لسنوات 2010-2015	05
47	يوضح الميزانية (جانب الخصوم) لمؤسسة أليانس 2010-2015	06

المقدمة العامة

يحتضن الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية بكافة أنواعها باهتمام متزايد من قبل الباحثين، الدارسين الإداريين المستثمرين، لأنه يعتبر من المقومات الرئيسية لهذه الأخيرة، لما يوفره من نظام متكامل للمعلومات الدقيقة و الموثوق بها، لمقارنة الأداء الفعلي لأنشطة المؤسسة من خلال مؤشرات محددة لتحديد الإنحرافات عن الأهداف المسجلة مسبقا.

ونظرا لتعدد احتياجات المؤسسة تعددت مصادر تمويلها، فالمؤسسة تختار مصدر تمويلها وفق الأهداف المسجلة من قبلها مراعية في ذلك المصدر الأساسي لها وتعتبر البورصة مصدر تمويل للمؤسسات، إذ تلجأ لها المؤسسة بغية منها في توفير الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتها.

وتسعى الجزائر كغيرها من الدول، لإنعاش الإقتصاد الوطني من خلال إجراء العديد من الإصلاحات الهامة و بغرض تدارك ومعالجة الوضعية الحالية، سارعت إلى القيام بمجموعة من الإصلاحات لتحرير الإقتصاد الوطني وتهيئة المحيط، وهذا ما حدث فعلا من خلال إنشاء بورصة الجزائر، حيث تعتبر هذه الأخيرة من سمات تقدم المجتمعات ومؤشر هام لتنمية الإقتصاد، وآلية لتنمية التمويل في المجتمعات الحديثة، حيث تمكن من توجيه الإدخار من وحدات الفائض إلى وحدات العجز مباشرة دون أي وسيط.

أ- طرح الإشكالية :

و من خلال ماسبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية :

ما مدى تأثير التسعير في البورصة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية ؟

و من أجل تبسيط السؤال الرئيسي السابق وجب تجزئته على الأسئلة الفرعية التالية :

1. ما مدى تأثير التسعير في البورصة على التوازن المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر؟
2. ما مدى تأثير التسعير في البورصة على الأداء الربحي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر؟
3. ما مدى تأثير التسعير في البورصة على أداء هيكل رأس المال للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر؟
4. ما مدى تأثير التسعير في البورصة على أداء السيولة للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر؟
5. ما مدى فعالية التسعير في البورصة على خلق القيمة للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر؟

ب- فرضيات الدراسة

و للإجابة عن الأسئلة السابقة نقترح الفرضيات التالية والتي سنحاول اختبارها من خلال البحث :

1. المؤسسة المسعرة في البورصة تحقق توازن مالي أفضل من قبل التسعير في البورصة ؛
2. الأداء الربحي للمؤسسة المسعرة في البورصة يكون أفضل من أدائها قبل التسعير في البورصة ؛
3. أداء هيكل رأس المال للمؤسسة المسعرة في البورصة يكون أفضل من أدائها قبل التسعير في البورصة ؛
4. أداء السيولة للمؤسسة المسعرة في البورصة يكون أفضل من أدائها قبل التسعير في البورصة ؛
5. التسعير في البورصة يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة.

ج- مبررات اختيار الموضوع :

هناك أهمية متزايدة بالمؤسسة الاقتصادية والبورصة على حد سواء فللبورصة دور كبير في التنمية الاقتصادية للبلدان، وبما أن المؤسسات هي نواة الإقتصاد الوطني فأداء هذه المؤسسة من شأنه أن يؤدي إلى زيادة أداء الإقتصاد الوطني من خلال إظهار الفرق بين فترتين مختلفتين للمؤسسات المدرجة في البورصة إضافة إلى :

- إبراز دور النسب المالية في تحليل الأداء المالي للمؤسسة قبل وبعد دخولها الى البورصة الشيء الذي سيحفزها لدخول البورصة ؛

__ الإهتمام بالأسواق المالية والرغبة في إثراء المعارف و المكتسبات الخاصة بالأسواق المالية ؛

__ إثراء المعارف و المكتسبات الخاصة بموضوع الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.

د- أهمية البحث :

تمكن أهمية الدراسة في إلقاء الضوء على الدور الذي يمكن أن تؤديه البورصة في الإقتصاد الجزائري خاصة على المؤسسات المدرجة فيها و بالتحديد شركة أليانس رويية.

هـ- أهداف البحث :

تهدف هذه الدراسة إلى :

__ معرفة المؤشرات المستخدمة في تقييم الأداء المالي ؛

__ إبراز الدور الذي تلعبه بورصة الجزائر ؛

__ توضيح الآثار الناجمة عن الدخول إلى البورصة.

و- حدود الدراسة :

فيما يخص الحدود الزمنية، تم إجراء هذه الدراسة على القوائم المالية المنشورة للشركات التي شملتها عينة الدراسة للفترة الممتدة من (2006 - 2015) بالنسبة لأليانس و(2010 - 2015) بالنسبة لرويية، أما الحدود المكانية فتغطي هذه الدراسة كل من شركة أليانس للتأمينات وشركة رويية المدرجة في بورصة الجزائر.

ز- المنهج المستخدم :

من أجل معالجة موضوع دراستنا استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي لمعالجة الشق النظري للدراسة، أما الجانب التطبيقي فقد استعنا بأسلوب الدراسة التحليلية المقارنة باستخدام المؤشرات والنسب المالية وذلك عن طريق مقارنة الوضعية المالية للمؤسسة قبل التسعير في البورصة ووضعتها المالية بعد التسعير.

ح- هيكل البحث :

وصولاً إلى هدف هذه الدراسة تم تقسيمها إلى فصلين رئيسيين بعد عرض مقدمة البحث، حيث تناول الفصل الأول الجانب النظري للأداء المالي من حيث المفهوم والأهمية بالإضافة إلى التركيز على مؤشرات قياس الأداء المالي، كما تم أيضاً التطرق في هذا الفصل إلى الدراسات السابقة المتعلقة بالدراسة الحالية ومناقشتها وما يميزها عن هذه الدراسة.

المقدمة العامة

أما الفصل الثاني فخصص للدراسة التطبيقية وذلك من خلال دراسة مقارنة ما بين الأداء المالي للمؤسسة قبل التسعير في البورصة وأدائها بعد التسعير، وصولاً إلى الخاتمة التي تناولت النتائج والتوصيات التي خرجنا بها بناءً على هذه النتائج.

الفصل الأول :

الإطار النظري للأداء المالي

والتسعير في البورصة

والدراسات السابقة

تمهيد

يعتبر تحقيق النمو الإقتصادي وضمان استمراريته من الأهداف الرئيسية للسياسات الإقتصادية في كل الدول، ويرتبط هذا الأخير إلى حد كبير بأداء ومردودية المؤسسات الإقتصادية، التي تعتبر نواة الإقتصاد الوطني، وحتى تحافظ على مكانتها السوقية وقدرتها الإنتاجية وجب عليها اللجوء إلى تجديد إستثماراتها أو إنشاء إستثمارات جديدة، وهذا ما يتطلب منها البحث دوماً على مصادر التمويل المناسبة لإحتياجاتها المالية المتعددة والمتزايدة الشيء الذي نتج عنه مشكل تمويل المؤسسات الإقتصادية.

لذا سنحاول في هذا الفصل التطرق بإلمام وإختصار إلى الإطار النظري للأداء المالي وكذا التسعير في البورصة بالإضافة إلى الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة الحالية بحيث تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كما يلي:

- المبحث الأول : الطرح النظري للأداء المالي والتسعير في البورصة
- المبحث الثاني : سنتطرق إلى الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع مع مناقشتها.

المبحث الأول : الطرح النظري للأداء المالي والتسعير في البورصة

من خلال هذا المبحث نحاول الإمام بأهم المفاهيم النظرية المتعلقة بالأداء المالي و التسعير في البورصة.

المطلب الأول : ماهية الأداء المالي

الفرع الأول :تعريف الأداء المالي

- 1- يمكن تعريف الأداء المالي من خلال تسليط الضوء على العوامل التالية :
 - العوامل المؤثرة في المردودية المالية؛
 - أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة؛
 - مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية وتحقيق فوائض من الأرباح؛
 - مدى تغذية مستوى النشاط للمصاريف العامة¹.
- 2- الأداء المالي يعبر عن مدى قدرة المؤسسة على استغلال الأمتل لمواردها في استخدامات ذات الأجل اللويل والقصير من أجل تشكيل ثروة².
- 3- يعرف البعض الأداء المالي بمدى تتمتع وتحقيق المؤسسة لهامش أمان، يزيل عنها العسر المالي(ظاهرة الإفلاس) أو بتعبير آخر مدى قدرة المؤسسة على التصدي للمخاطر والصعاب المالية³.

الفرع الثاني : أهمية الأداء المالي

- تبرز أهمية الأداء المالي من خلال النقاط التالية :
- يعتبر بأن الأداء المالي سيبقى المجال المحدد لمدى نجاح المنظمات، وعدم تحقيق المنظمات للأداء المالي بالمستوى الأساسي المللوب يعرض وجودها واستمرارها للخطر.
 - ويبرز الكاتب Hunt &Morgan أهمية الأداء المالي من خلال اعتباره بأن الأداء المالي المتفوق يعد هدف المنظمات الأساسي، وأن الأهداف الثانوية للمنظمة يمكن تحقيقها ضمنا من خلال تحقيق الأداء المالي المتفوق.
 - ويرى Venkatraman& Ramanuja ضمن المنظور استراتيجي للأداء المالي بأن الأداء المالي هو ميدان الأداء الأكثر شيوعا في معظم بحوث الإدارة الإستراتيجية.

¹ عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006-2007، ص 35.

² جلييلة بن خروف، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة و اتخاذ القرارات، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009، ص 77.

³ سعاد شدرى معمر، دور المراجعة الداخلية المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أمجد بوقرة بومرداس، 2008-2009، ص 130.

كما يوضح الكاتبان أهمية الأداء المالي بالنسبة للعوامل البيئية الخارجية، ففي نظرهما أن المنظمة ذات الأداء المالي العالي تكون أكثر قدرة على الاستجابة في تعاملها مع الفرص والتهديدات البيئية الجديدة، وكذا تتعرض لضغط أقل من أصحاب المصالح والحقوق، وهذا مقارنة بالمنظمات الأخرى ذات الأداء المالي الضعيف¹.
إذا من خلال هذا يتبين أن للأداء المالي أهمية بالغة في نجاح واستمرارية المؤسسة.

الفرع الثالث : أدوات قياس الأداء المالي

يعتبر موضوع قياس الأداء المالي للشركة من المواضيع ذات الجدل الواسع في الإدارة المالية، بسبب كثرة وتنوع مؤشرات القياس، التي تهدف في مجملها إلى رفع أداء الشركات، من خلال الكشف عن مستوى فعالية وكفاءة هذه الشركات، والمساعدة في إتخاذ القرارات المناسبة، حيث قسمت هذه المؤشرات إلى مؤشرات تقليدية ومؤشرات حديثة.

أ- المؤشرات التقليدية :

تعد المؤشرات المالية من أقدم وأكثر الأدوات استعمالاً في التحليل المالي، وتقييم الأداء حيث يوجد عدد هائل من هذه المؤشرات التقليدية، ومن أهمها نجد كلاً من معدل العائد على الأموال الخا، معدل العائد على الأ، حصة السهم من الأرباح، معدل العائد على الاستثمار، نسبة السعر على العائد².

(1) مؤشرات الأداء الربحي :

1.1 معدل العائد على الأموال الخاصة : Return on Equity

يقيس معدل العائد على الأموال الخا مدى كفاءة الإدارة في استغلال أموال الملاك، وقدرة هذه الأموال على توليد الأرباح، وبالتالي فهو مؤشر لقياس ربحية الدينار الواحد المستثمر، حيث يدل ارتفاع هذا المعدل على كفاءة الإدارة في استغلال الأموال لضمان عائد مرضي للملاك، إلا أن هذا المؤشر غير ملائم إذا ارتفعت أسعار الفائدة، مما ينعكس على مصداقية معدل العائد على الأموال الخا الذي يكون مرتفعاً بسبب تضخمه.

تقيس هذه النسبة عائد الأموال الخا المستخدمة، وترتبط بين النتيجة الصافية للاستغلال ومبلغ الأموال الخا، تحسب بالعلاقة الآتية :

$$\text{معدل العائد على الأموال الخا} = \frac{\text{النتيجة الصافية / الأموال الخا}}{\dots\dots\dots (1)}$$

2.1 معدل العائد على الأصول : Return on assets

¹ وائل محمد جحي، إدريس، طاهر محسن منصور الغالي، أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2009، ص ص 42، 43.
² عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، رسالة ماجستير، جامعة قار، قار، الجزائر، 2014، ص ص 31، 32.

يعتبر معدل العائد على الأصول مقياساً من مقاييس الربحية، حيث يعبر عن العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المتاحة للإدارة، بغض النظر عن طريقة تمويلها، فهو يعكس الأنشطة التشغيلية والاستثمارية للشركة ولا يعكس الأنشطة التمويلية في ربحية الشركة. ويُحسب بالعلاقة الآتية :

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{النتيجة التشغيلية/ إجمالي الأصول}}{\dots\dots\dots(2)}$$

3.1 حصة السهم من الأرباح : Earning Per share

يعبر مؤشر حصة السهم من الأرباح على العائد الناتج من السهم الواحد، ويسمى أيضا بنسبة العائد الصافي لكل سهم وتحسب بالعلاقة الآتية :

$$\text{حصة السهم من الأرباح} = \frac{\text{النتيجة الصافية / عدد الأسهم العادية المشكلة لرأس المال}}{\dots\dots\dots(4)}$$

4.1 معدل العائد على الاستثمار : Rate of Return on Investment

يقدم معدل العائد على الاستثمار رؤية حول المشروع، أي تبيان ما إذا كانت عوائد هذا المشروع أعلى من تكاليف الموارد المستخدمة، فهو يقيس مدى ربحية الأموال المستثمرة في المشاريع الاقتصادية، ويعكس أداء الإدارة في تسيير رأس المال المستثمر. يعتبر معدل العائد على الاستثمار أكثر مؤشرات قياس الأداء استعمالا، وذلك لبساطته وسهولة حسابه، كما أنه يساعد متخذي القرار على وضع أهدافهم من خلال تقييمه لكيفية تحقيق الربحية، ويمكن حسابه بالعلاقة الآتية :

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \text{ROI} = \frac{\text{النتيجة الصافية / الأموال المستثمرة}}{\dots\dots\dots(5)}$$

(2) مؤشرات السيولة :

1.2.1 نسبة التداول :

كلما زادت هذه النسبة عن الواحد تكون المؤسسة قادرة على الالتزام بتسديد ديونها القريبة، وهي تشير إلى استخدام المؤسسة لرأس مال العامل موجب مما يوحي بوجود فائض في السيولة.¹

2.2 نسبة التداول السريعة :

¹Jacqueline delahaye, Florence delahay, finance d'entreprisemanual et application, 2editio, dunod paris, 2009 p125.

تعتمد هذه النسبة على الأصول سريعة التحويل إلى نقدية لقياس درجة سيولة المنشأة وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية¹

3.2. نسبة السيولة الفورية :

تبين هذه النسبة قدرة المؤسسة على الدفع الفوري من موجوداتها لسداد ديونها، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة الفورية} = \frac{\text{النقديات}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$$

(3) مؤشرات أداء هيكل رأس المال :

1.3. نسبة قابلية السداد :

تقيس هذه النسبة مدى تمويل المؤسسة لأصولها من خلال الاقتراض، وتحسب بالعلاقة التالية²:

$$\text{نسبة قابلية السداد} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

2.3. نسبة الاستقلالية المالية :

تقيس لنا هذه النسبة حصة المساهمين مقارنة بمجموع موارد المؤسسة³، وتحسب بطريقتين كما يشترط في معظم الأحيان أن تكون النسبة الأولى على الأقل مساوية أو أكثر من 50% والثانية⁴.

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}} \quad \text{أو} \quad \text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$$

3.3. نسبة الرافعة المالية :

وتشير هذه النسبة إلى درجة الاعتماد على مصادر التمويل المقترضة في تكوين أموال الشركة، وكلما زادت هذه النسبة كلما انخفضت مساهمة حق الملكية في أموال الشركة، وتحسب كالتالي⁵:

$$\text{نسبة الرافعة المالية} = \frac{\text{القروض}}{\text{الأموال (الموجودات)}}$$

إلا أن هذه المؤشرات التقليدية وجهت لها مجموعة من الانتقادات من أهمها :

— أنها تعكس استراتيجيات وقرارات الشركة في الماضي بينما لا تعكسها في المستقبل ؛

¹ محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، بدون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2008، ص 69.

² بن خروف جلية، مرجع سابق، ص 85.

³ زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، التسعير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص 42.

⁴ شباح نعيمة، التحليل المالي في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2007/2008، ص 104.

⁵ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 133.

- تعتمد على الربحية وترتكز على النتائج المالية في الأجل القصير؛

ونظرا لأن بيئة التصنيع الحديثة والتطورات التكنولوجية تتصف بسرعة التغيير، وكثرة الحركات فهي تؤثر على الشركة بشكل مباشر أو غير مباشر، حيث أن هذه التغيرات والحركات تؤدي إلى ظهور مشاكل جديدة تحتاج بالضرورة لمعلومات جديدة وبالتالي قرارات حديثة، أي مؤشرات قياس حديثة.

ب- المؤشرات الحديثة :

نظرا للتغير الحادث في بيئة الأعمال، خاصة في دور الإدارة المالية التي تهدف إلى تعظيم ثروة الملاك وتعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة، حدث تغير جذري في أساليب تقييم الأداء المالي، حيث تم تجاوز التقييم المحاسبي إلى التقييم الاقتصادي، الذي أدى إلى ظهور مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، والقيمة السوقية المضافة (MVA) باعتبار أن هذه الأدوات من المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء، كما يمكن أن تمثل منهجا متكاملًا في إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية، حيث يرجع ذلك إلى قدرتها على الربط بين الأداء المالي للشركة وأهدافها بشكل عام، وهدف الإدارة المالية بشكل خاص.

1. القيمة الاقتصادية المضافة¹: Economic Value Added

تعددت التعاريف حول مصطلح القيمة الاقتصادية المضافة EVA إذ أنه في حوالي سنة 350 قبل الميلاد قام Aristotle بتحديد ستة أصناف من القيم وهي : القيمة الاقتصادية، والأخلاقية، والدينية، الجمالية والشرعية والسياسية² حيث ظهر تعريف القيمة الاقتصادية المضافة عام 1777 من قبل هاملتون، وفي سنة 1890 من قبل مارشال وفي بداية التسعينيات انبثق المفهوم الحديث للقيمة الاقتصادية المضافة³.

عرفت هذه الأخيرة على أنها تستند على تعظيم الثروة التي يجب أن تعود على الشركات بعوائد أكبر من كلفة الدين والملكية، حيث أن هذا المؤشر مرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت، ودليل قد يساعد الإدارة في صنع القرارات التي من شأنها تحسين جو العمل للجميع في الشركة⁴.

كما عرفت أيضا على أنها تمثل تقديرا للأرباح الاقتصادية الحقيقية للدورة المالية، وهي تختلف جذريا عن الأرباح المحاسبية وتمثل الدخل المتبقي بعد طرح تكلفة الأموال، في حين أن الأرباح المحاسبية تأخذ في الاعتبار أي تكلفة لأموال الملكية⁵.

تحسب القيمة الاقتصادية المضافة من خلال العلاقة الآتية :

¹ هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2008، ص 243.

² محمد عبد الحسين توفيق شبلي، استخدام مدخل القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي و التشغيلي في الوحدات الاقتصادية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد السادس، 2009، ص 138.

³ عمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء دراسة حالة شركة إسمنت السعودية، رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة، الجزائر 2011 ص 99.

⁴ مريم شكري محمود نديم، تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2013، ص 42.

⁵ محمد نجيب دبابش، طارق قدوري، دور النظام المحاسبي المالي في تقييم الأداء المالي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة تطبيقية لمؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة، مداخلة، ملتقى وطني، جامعة الوادي، يومي 05-06/05/2013، ص 08.

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة - (تكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر)
 القيمة الاقتصادية المضافة = (معدل العائد على رأس المال المستثمر - معدل تكلفة رأس المال) × رأس المال المستثمر (7)

$$EVA = RE - (K \times CI) \dots\dots\dots^1(8)$$

EVA القيمة الاقتصادية المضافة

RE نتيجة الاستغلال قبل الضريبة

K التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

CI الأموال الخاصة + الديون

2. القيمة السوقية المضافة : Market Value Added

يعد مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA أحد أهم المؤشرات الذي طوره شركة ستيرنستيوورت Stern Stewart كمؤشر لتقييم الأداء، وعرفت القيمة السوقية المضافة بأنها المقياس التراكمي لعوائد رأس المال المساهم به²، ويعبر مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA عن الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر، ويستخدم هذا المقياس لتقييم أداء الشركة منذ إنشائها إلى تاريخ المعلومات التي يتم تحليلها، ويمكن استخدام هذا المقياس لمقارنة أداء الشركات في قطاعات اقتصادية مختلفة³.

حيث⁴: أن القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لحقوق الملكية - رأس المال المستثمر

$$= \text{القيمة السوقية لأسهم الشركة} - \text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية} \dots\dots\dots(8)$$

$$\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية} = \text{حقوق الملكية التي وفرها المستثمرون} \dots\dots\dots(9)$$

يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة MVA كما يلي :

$$MVA = \sum_{t=0}^n \left(\frac{PE^t}{(1+CMPC)^t} \right) \dots\dots\dots(9)^5$$

حيث:

PE : الربح الاقتصادي للسنة ؛

CMPC : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

بالرغم من حداثة هذه المؤشرات وقضائها على العيوب الموجهة للمؤشرات التقليدية إلا أنها لم تخلُ هي نفسها من

الانتقادات التي وجهت لها من قبل الباحثين نذكر منها على سبيل المثال:

¹ ERIC Stéphan, **la relation capital risque** , PME fonderment et pratique edihons 1er edition , de boeck université, bruxelles, 2003, p126.

² شهاب الدين حمد النعمي، استخدام مؤشري القيمة السوقية المضافة والعائد على رأس المال المستثمر في قياس أداء القطاع المصرفي العراقي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية المجلد 18 العدد 68، بغداد، ص 73.

³ مريم شكري محمود نديم، مرجع سابق، ص 46.

⁴ محمد صالح الخناوي، نحال فريد مصطفى، مرجع سابق، ص 97.

⁵ لتفصيل أكثر انظر، ERIC Stéphan, OP.Cit, P126.

– أن مؤشرات قياس الأداء المالي الحديثة والمرتبطة بالسوق المالي لم تعد تكفي للتعبير عن الأداء المالي للشركة بسبب الممارسات غير السليمة في السوق، والتي من شأنها إعطاء صورة غير حقيقية للمركز المالي للشركة.

المطلب الثاني: التسعير في البورصة

الفرع الأول : أساليب القيد والتداول في البورصة

يتم قيد الأوراق المالية و تداولها بالبورصة عن طريق الإكتتاب العام في الأسهم أو السندات التي تصدرها إحدى الشركات و أهم الأساليب التي يتم بها تداول الأوراق المالية المصدرة مايلي :¹

1-1- الاكتتاب المباشر: يتم عن طريق بورصة الأوراق المالية، وهو من الطرق الشائعة في الإكتتاب، إذ يقوم السمسار كعضو عامل في البورصة بمساعدة إحدى بيوت الإصدار اتفاق مع عدد من كبار المستثمرين على شراء الأوراق المالية المصدرة من إحدى الشركات التي تتميز بخصائص إدارية وتمويلية جيدة، وبمجرد تنظيم عمليات الإكتتاب يقدم السمسار طلبا لبورصة الأوراق المالية مرفقا بتصريح من بنك الإصدار، ومن ثم يقوم بإعلان عن هذا الإصدار مع إيداع صورة من الإعلان لدى موثق الشركات لإثبات أن الشركة تحصل على تصريح بالإكتتاب والتعامل في الأسهم إذا تم الإكتتاب فعلا بالكامل.

1-2- الإكتتاب العام : وهو بيع الأوراق المالية للجمهور، فإذا كانت الشركة المصدرة للأوراق المالية مسجلة في البورصة، فإن الإكتتاب أو الإصدار العام يتم عن طريق أحد السماسرة العاملين بالبورصة للإتفاق على حجم وشكل الإصدار ثم تتم كافة إجراءات التصريح بإصدار من قبل البورصة و الإعلان عنه حتى الإكتتاب نافذا.

1-3- العرض للبيع : وبموجب هذه الطريقة يتم عرض الورقة المالية للبيع على الجمهور وبسعر أعلى من سعر شرائها، ويتم هذا البيع في الصفقات العادية التي تتم في البورصة.

1-4- الإصدار عن طريق العطاءات : ويهدف إلى حصول الشركة المصدرة للورقة المالية على الفروق المتوقعة في الأسعار حيث تقوم الشركة بتحديد سعر مبدئي للورقة المالية ثم يتقدم المستثمرون بعطاءاتهم لشراء الكمية المصدرة بحد أقصى يتم تحديده للمستثمر الواحد ويتم البيع لأصحاب العطاءات الذين يتقدمون بسعر أعلى.

من خلال ما سبق من أساليب تداول الأوراق المالية، فإن التعامل في الأوراق المالية داخل البورصة يقتصر على الأوراق المالية المقيدة في جدول التسعيرة بالبورصة.

¹ أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار القباء الحديثة، القاهرة، مصر، 2007، ص ص 127، 128.

الفرع الثاني : تقنيات التسعير في البورصة

وتتمثل في الطرق المتبعة في تحديد العرض والطلب لكل ورقة متداولة ، وبالتالي تحديد سعرها داخل البورصة ، ونشره والذي يتم على أساسه تنفيذ أوامر العملاء المسلمة للوسطاء عند سعر محدد ، وهناك أربع طرق لتحديد سعر الورقة المالية داخل البورصة¹:

1- تسعيرة المناذاة : وتتم باجتماع جميع ممثلي العروض والطلبات حول مقصورة البورصة ، حيث ينادون بأعلى أصواتهم بقرارات البيع و الشراء للكميات ، وحدود الأسعار المقدمة ، حتى يتم التوازن فينشر السعر التوازني على اللوح الالكتروني ونشير إلى انه يتم إعلان الجلسة بسعر افتتاحي ، وتنتهي الجلسة بسعر إقفال توازني.

ونظرا للفوضى الناجمة في مجالس البورصة ، فانه يتم التعامل بالإشارات بين الوسطاء للإشارة على اقتراحاتهم، من مزايا هذه الطريقة هو ضمان الشفافية لتسعير الأوراق المعروضة وعليه تم اختيارها كتقنية تسعير لأكثر القيم حيوية وتداول.

2- تسعيرة الدرج : لا يختلف تسعير الأوراق المالية عن الطريقة السابقة ، إلا انه يتم في هذه الطريقة تجميع العروض والطلبات في أدرج خاصة بكل نوع من الأوراق المالية حتى يسهل عملية فرزها،وبعد عملية الفرز يتم تحديد سعر التوازن للأوراق المالية التي تلتقي عندها جميع العروض و الطلبات.

3- تسعيرة الصندوق : يلجا إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع والشراء كثيرة و متنوعة،وهي طريقة كثيرة الشبه بتسعيرة الدرج ، يتم تجميع العروض والطلبات في أدرج خاصة ، وتتدخل لجنة البورصة (لجنة التسعيرة) في تجميع كل الأوامر في صندوق واحد، ومن ثم تحديد سعر التوازن.

4- تسعيرة المعارضة والمقابلة : تجمع هذه الطريقة بين تسعيرة المناذاة ، وتسعيرة الدرج كون الأوامر تسجل بشكل عام كما هو في حالة الدرج ، إضافة إلى ذلك فإن هذا الالتزام الكتابي يمكن أن يتم بمعارضة شفوية على التسعيرة التي لا تحقق طلباتهم، وذلك عن طريق المناذاة.

المطلب الثالث : امتيازات تسعير المؤسسات في البورصة

إن تسعير المؤسسات في البورصة له أهمية كبيرة من الجانب التمويلي، الجانب التسويقي و الجانب التنافسي، وتتمثل فيمايلي²:

¹ ريس حدة، محاضرات في الأسواق المالية، السنة الرابعة علوم الاقتصادية، تخصص مالية نقود وبنوك، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2005/2004.

² ليندة سيوان، واقع و آفاق بورصة الجزائر في ظل التحديات الاقتصادية، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012، ص ص 36-37.

أ- الجانب التمويلي :

1. **تفادي التقلبات العنيفة للأسعار :** إن الطابع المميز للمتعاملين في سوق أوراق المالية هو سرعة الإستجابة لسماع أي الأخبار، وما يترتب عليها من توقعات تحكم تصرفاتهم في عمليات التداول، و التي تتوقف علمدئ التشاؤم أو التفاؤل.

والبورصة في هذا المجال تقوم بدور لكسر حدة هذه التقلبات التي ترجع لإنفعالات التي قد تكون خاطئة، حيث يقوم المحترفون في البورصة، بعملية الشراء بحكم خبرتهم نتيجة التشاؤم، كما يواجهون أي طلب زائد نتيجة التفاؤل (المتعاملين) مما يؤدي إلى استقرار الاسعار إلى أوضاعها الطبيعية.

2. **حصول المؤسسة من احتياجاتهم من التمويل الطويل الأجل :** يعتبر قيد الأوراق المالية للشركات في البورصة نوع من الإعتراف بقدرتها و كفاءتها مما يدفع بالمستثمرين بتوجيه مدخراتهم نحو هذه الأوراق، مما يؤدي بالحصول الشركات على ما تحتاجه من التمويل طويل الأجل.

3. **توضيح مؤشرات الحالة الإقتصادية :** تساعد البورصة على تحديد الإتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فحجم المعاملات ينم عن أهمية الأموال المتداولة، و هذا ما يساعد المستثمرين على توجيههم نحو هذه الأوراق المالية التي تدر أرباحا.

ب- الجانب التسويقي :

إن دخول المؤسسات إلى البورصة له أثر إيجابي خاصة من هذا الجانب، فمثلا إنتاج مؤسسة لمنتوج جديد فهذا يعتبر مخاطرة فحتما عندما لا يجد هذا المنتوج الجديد مكانا له في السوق ينجم عنه تكلفة بالنسبة للمؤسسة، و بالتالي فالسوق المالي سيغطي ذلك الجز الصادر عن ذلك النتوج، و هذا راجع لحسن استغلال مصادر التمويل المتحصل عليها.

ت- الجانب التنافسي :

يعتمد المركز التنافسي للشركة على عوامل متعددة مثل الموقع الجغرافي و الملكية التكنولوجية و الفكرية و براءاتالإختراعوالأسعار التنافسية والجودة العالية بالإضافة إلى المنافسة المالية، التي تعتبر أحد العوامل المؤثرة عند دخول المؤسسة إلى البورصة للحصول على مصادر التمويل. فدخل المؤسسة إلى البورصة يمكنها من الحصول على عدة مزايا من بينها عامل التنافسية، إن الإهتمام بهذا الجانب سوف يؤدي بالمؤسسة إلى زيادة قوتها الربحية و تحسين مركزها المالي و السوقي.

المبحث الثاني : الدراسات السابقة

بعد التطرق لفهوم الأداء المالي وأهم المؤشرات و المعايير التي يعتمد عليها في عملية التقييم، نحاول في هذا المبحث اختبار أهم الدراسات التي تناولت تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في البورصة، وذلك بعرض الأهداف ومن ثم مناقشة النتائج المتوصل إليها بالإضافة إلى ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.

المطلب الأول : عرض الدراسات

سنحاول في هذا المبحث عرض بعض الدراسات السابقة التي لها صلة بالموضوع.

الفرع الأول : الدراسات باللغة العربية

الدراسة الأولى :

دراسة بعنوان "تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر" و هي دراسة للباحث حفصي رشيد مقدمة في إطار مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح (ورقلة) 2010، وتدور إشكالية الدراسة الرئيسية حول "ما هو أثر بورصة الجزائر على الأداء المالي للشركات المسعرة فيها " ؟

وقدم الباحث الفرضيات التالية :

- الأداء المالي للشركة بعد دخولها إلى البورصة يكون أفضل من أدائها المالي قبل دخولها البورصة ؛
- المؤشرات المالية، المحاسبية، الإقتصادية، هي التي تبين أثر انضمام المؤسسة إلى البورصة ؛
- يوجد انسجام بين المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر من حيث سلوكها المالي.

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر قبل و بعد دخولها البورصة، وكذا محاولة إبراز دور و تأثير البورصة في الأداء المالي للمؤسسات من خلال معرفة المؤشرات التي تميز الأداء، عينة الدراسة على 11 مؤسسة مدرجة في بورصة الجزائر، حيث استخدم الباحث المنهج الوصفي و السرد التاريخي في الجانب النظري أما في دراسة الحالة فاعتمد على طريقتي التحليل التمييزي و التحليل إلى المركبات الأساسية.

خلصت الدراسة إلى أن مستويات الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر تختلف عن أدائها المالي بعد دخولها للبورصة، كما يتأثر الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر بعدة عوامل منها : المدودية، سياسة التمويل الذاتي السياسة التجارية، حجم المؤسسة، سياسة الإستثمار، درجة الملاءة.

الدراسة الثانية :

دراسة بعنوان " العرض العمومي في البورصة و أثره على الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية" و هي دراسة قام بها الباحث مُجّد زرقون، جاءت في مجلة الباحث، العدد 12، جامعة ورقلة (قاصدي مباح)، 2013، تدور الإشكالية حول "ما مدى فعالية أسلوب العرض العمومي في البورصة في الرفع من كفاءة الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية العمومية و الخاصة و كذا تطوير بورصة الجزائر من خلال تشجيع مؤسسات القطاع الخاص على الإستثمار" ؟

هدفت الدراسة إلى تقييم فعالية أسلوب العرض العمومي في خوصصة القطاع العام و كذا دعم و تطوير بورصة الجزائر من خلال تعبئة موارد القطاع الخاص.

خلصت الدراسة إلى أن أسلوب طرح الأسهم للإكتتاب العام (العرض العمومي في البورصة) لم يساعد كثيرا على الإرتفاع بكفاءة الأداء المالي للمؤسستين (مجمع صيدال و مؤسسة أليانس للتأمينات) بعد الإكتتاب العام، بينما يساعد أسلوب طرح الأسهم للإكتتاب العام كثيرا على الإرتفاع بكفاءة الأداء المالي للمؤسستين (مجمع رياض سطيف، و مؤسسة تسيير فندق الأوراسي).

الدراسة الثالثة :

دراسة بعنوان "تقييم فعالية بورصة القيم في تحسين الوضعية المالية للقطاع الخاص بالجزائر" و هي دراسة للباحثين مُجّد زرقون، هواري السويسي، جاءت في مجلة رؤى الإقتصادية، العدد الخامس، جمعة الوادي (حمّة لخضر)، 2013، وتدور الإشكالية حول " ما مدى فعالية بورصة الجزائر في تمويل و تحسين الوضعية المالية لمؤسسات القطاع الخاص ؟

حيث هدفت الدراسة غلى إبراز أهمية بورصة القيم و دورها في تمويل المؤسسات الإقتصادية الجزائرية من خلال تحليل و تقييم أداء بورصة الجزائر، و كذا التعرف على مدى فعاليتها في دعم و تشجيع مؤسسات القطاع الخاص الجزائري على الإستثمار.

خلصت الدراسة إلى أن دخول مؤسسة أليانس للتأمينات إلى البورصة لم يساعد على تحسين كفاءة الأداء المالي بها، حيث سجلت تدهورا في معظم النسب و هذا يرجع إلى حداتها في الدخول إلى البورصة.

الدراسة الرابعة :

دراسة بعنوان " قياس الأداء المالي في المؤسسات الإقتصادية نحو إرساء نموذج الإنذار المبكر بإستعمال المحاكاة المالية" و هي دراسة للباحث دادان عبد الغني مقدمة في إطار أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007، حيث حاول الباحث من خلال هذه الدراسة الإجابة على التساؤلات التالية:

– إلى أي مدى يمكن أن تساهم المؤشرات المالية و الإقتصادية في تفسير سلوك كل من قيمة المؤسسة و معدل نموها و بنية هيكلها المالي باستعمال أسلوب التحاكي ؟

– هل يمكن للمؤسسة معرفة و تقدير قيمتها السوقية، و معدل نموها الداخلي، و سلوك هيكلها المالي بناء على المؤشرات المالية والإقتصادية ؟

جاء هذا البحث ليسلط الضوء على تحليل و سلوك الأداء المالي (للمؤسسات المسعرة في كل من بورصة الجزائر و بورصة باريس) من خلال : قيمة المؤسسة، معدل النمو، الهيكل المالي، بناء على المؤشرات المالية والإقتصادية بفضل المحاكاة والنمذجة المالية، ومن بين النتائج المتوصل إليها أن هناك غياب لتقافة البورصة في الجزائر بين المتدخلين خاصة المستثمرين الماليين والأفراد كما تتباين وجهات نظر تقييم الأداء حسب المقيمين و الأكاديميين من حيث النظام المعلوماتي المعتمد.

الدراسة الخامسة :

دراسة بعنوان "مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسات الإقتصادية العمومية " قامت بها الباحثة دالي علي لمياء جاءت في إطار الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الإقتصاديات والمؤسسات، جامعة بسكرة، يومي 21 و22 نوفمبر 2006.

هدفت الدراسة إلى توضيح مدى مساهمة البورصة في تمويل المؤسسة الإقتصادية العمومية، و إمكانية إستغناء المؤسسات الجزائرية عن مصادر التمويل التقليدية أو على الأقل تقليل اللجوء إليها خاصة مع ظهور البورصة، حيث توصلت الباحثة إلى أن بورصة الجزائر كان لها أثر إيجابي على المؤسسة محل الدراسة (رياض سليف) وذلك في المدى القصير.

الفرع الثاني : الدراسات باللغة الأجنبية

الدراسة الأولى:

دراسة بعنوان :

" **Gestion du résultat et introduction en bourse : cas des entreprises tunisiennes** " , mohamed chabchoub, mansour mrabet, « comptabilité et environnement » , mai 2007, France.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر الإكتتاب العام على إدارة الأرباح الشركات التونسية خلال الفترة 1998-2003 باستخدام نموذجين لتقديم المستحقات التقديرية-نتائج \square تكشف في المتوسط أي إدارة أرباح كبيرة من ناحية إقتصادية باستثناء المؤسسات العامة و توصل الباحث إلى ان الشركات الخاصة تدير أرباحها بـ \square ريقة أفضل سنة قبل الإكتتاب، كما \square يمكن للشركات الإقتراض لأجل غير مسمى الأرباح المستقبلية لزيادة أرباحها الحالية.

المطلب الثاني : موقع الدراسة من الدراسات السابقة

الدراسة الأولى :

ركزت الدراسة (حفصي رشيد) على تقييم الأداء المالي لعينة مكن المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر بينما في هذه الدراسة سيتم إسقاطها على مؤسستين (شركة أليانس، شركة رويبة) بالإضافة إلى الاختلاف في فترة الدراسة، فحين نجد ان هناك تشابه في استخدام معظم المؤشرات في معالجة إشكالية البحث.

الدراسة الثانية :

ركزت الدراسة (مُحَمَّد زرقون) على إجراء تحليل مقارنة على بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من أجل معرفة آليات الخصصة المختلفة على الأداء المالي بينما في الدراسة الحالية يتم التركيز على مؤسستين (شركة أليانس، شركة رويبة) بالإضافة إلى الاختلاف في فترة الدراسة.

الدراسة الثالثة :

تم الإعتماد في هذه الدراسة (مُحَمَّد زرقون و هواري السويسي) على شركة واحدة مسعرة في بورصة الجزائر و هي شركة أليانس للتأمينات لقياس أدائها المالي قبل و بعد دخولها البورصة في الفترة الممتدة بين 2008-2012 أما في دراستنا فسيتم تمديد الفترة إلى غاية سنة 2015 بالإضافة إلى دراسة حالة شركة رويبة.

الدراسة الرابعة :

ركزت الدراسة (دادان عبد الغني) ركزت الدراسة على قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية من خلال تحليل السلوك المالي في بيئتين مختلفتين حيث تناول عينة من المؤسسات مسعرة في بورصة الجزائر و عينة أخرى من المؤسسات مسعرة في بورصة باريس، كما أغفل الباحث تحديد فترة الدراسة، بينما في هذه الدراسة سيتم تقييم الاداء المالي في بيئة واحدة من خلال دراسة تأثير التسعير في بورصة الجزائر و تحديد فترة الدراسة.

الدراسة الخامسة :

ركزت الدراسة (دالي علي لمياء) على بيان الوضعية المالية للمؤسسات الجزائرية قبل و بعد دخولها للبورصة، بينما في هذه الدراسة سيتم تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر قبل و بعد دخولها للبورصة، بالإضافة إلى الاختلاف في فترة الدراسة في حين تشابهت هذه الدراسة في استخدام نسب السيولة.

الجدول (1.1) : يوضح مقارنة الدراسات السابقة العربية

الدراسة	حفصي رشيد	زرزقون محمد	دادن عبد الغني	هوارى السويسي و محمد زرزقون	دالي علي لمياء
الهدف	تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر قبل و بعد دخولها	تقييم فعالية أسلوب العرض العمومي في خصوصية القطاع العام	إرساء نموذج الإنذار المبكر للمؤسسة الاقتصادية في ظل محيط يتسم بعدم التأكد	إبراز أهمية بورصة القيم و دورها في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية	توضيح مدى مساهمة البورصة في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية
الحدود والمكانية والزمنية	11 مؤسسة مسعرة في بورصة الجزائر (1999-2009)	أربع مؤسسات مسعرة في بورصة الجزائر	أربع مؤسسات جزائرية و 50 مؤسسة أوروبية التسعيرات إلى غاية 2005	شركة أليانس للتأمينات (2008-2012)	مؤسسة رياض سطيف (97-99)
المتغير المستقل	التسعير في البورصة	العرض العمومي في البورصة	المحاكاة المالية	فعالية بورصة القيم	مساهمة بورصة الجزائر
المتغير التابع	الأداء المالي	الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية	قياس و تقييم الأداء المالي	الوضعية المالية للقطاع الخاص	تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية
المنهج المستخدم	التحليل إلى المركبات الأساسية ACP التحليل العملي المميز AFD	التحليل المالي	قانون التوزيع الطبيعي KHI-DEUX , F LAMBDAWILKS	التحليل المالي	التحليل المالي

المصدر : من إعداد الطالبة بالإعتماد على الدراسات السابقة العربية

خلاصة الفصل :

يعتبر الأداء المالي واحد من الأصناف التي تنطوي ضمن أداء المؤسسة، فتلجأ هذه الأخيرة إلى قياس الأداء الوظيفية المالية لما لها من تأثير على باقي الوظائف الأخرى و سير المؤسسة، و تتم عملية تقييم الأداء المالي عادة باستخدام مجموعة من المؤشرات و المعايير المالية التي تساعد المؤسسة في الوقوف على الصحة المالية للمؤسسة من خلال معلومات يتم اقتنائها من مختلف الوثائق المحاسبية للشركة.

لذا تسعى المؤسسات إلى التسعير في البورصة و هذا من خلال ما توفره من تمويل [قوي] الأجل عوض الإكتفاء بالتمويل البنكي فقط.

الفصل الثاني :
دراسة تطبيقية لأثر
التسعير في البورصة على
الأداء المالي

تمهيد :

بعد التطرق في الفصل السابق للأدبيات النظرية للأداء المالي و التسعير في البورصة، وكذا الأدبيات التطبيقية التي لها صلة بالدراسة الحالية سنقوم في هذا الفصل بدراسة المؤشرات التقليدية و الحديثة و معرفة مدى قدرتها على تفسير التغيرات التي تحدث في الأداء المالي لكل من شركة أليانس للتأمينات و شركة رويبة أن سي أ قبل و بعد التسعير في البورصة.

وبغرض اختبار مدى صحة فرضيات الدراسة، و القيام بتحليل و تفسير النتائج الدراسة الميدانية تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كالتالي :

- ◀ المبحث الأول : منهجية و أدوات الدراسة
- ◀ المبحث الثاني : تفسير نتائج الدراسة التطبيقية

المبحث الأول : عرض منهجية وأدوات الدراسة

باعتبار المنهج أداة عمل تطبيق تخطيط وتسيير فإن لكل ظاهرة منهج يرتبط بها بقصد وصفها وتفسيرها للوصول إلى أسباب هذه الظاهرة و العوامل التي تتحكم فيها، واستخلاص النتائج لتعميمها، أما الأدوات المستخدمة فهي تلك المتعلقة بجمع المعلومات من أجل الإستعانة بها في التحليل ومن ثم الوصول لتحقيق الفرضيات أو نفيها.

المطلب الأول : المنهج، مجتمع وعينة الدراسة**الفرع الأول : المنهج المتبع في الدراسة**

من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وبغرض تحقيق الهدف بخطوات منهجية صحيحة مع الإجابة على الأسئلة المطروحة تم الإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي و منهج دراسة الحالة، كما تم استخدام المسح المكتبي من خلال الإطلاع على الكتب والدراسات والرسائل المرتبطة بالموضوع.

الفرع الثاني : اختيار مجتمع وعينة الدراسة**1. مجتمع الدراسة :**

على غرار كثير من دول العالم باشرت الجزائر في إصلاحات اقتصادية بغية التحول من النظام الإقتصاد الموجه نحو تبني آليات اقتصاد السوق وذلك بإنشاء سوق الأوراق المالية، ونحاول في هذا العنصر التطرق إلى الشركات المدرجة في بورصة الجزائر:

الجدول رقم (1.2) : يوضح الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2015

اسم المؤسسة	الرمز	النوع	تاريخ الإنضمام للسوق	تاريخ الطرح	سعر الطرح	القطاع
صيدال	SAI	سند رأس مال	انضمت في 17 جويلية 1999	20 سبتمبر 1999	800 دج	الكيمياء والصيدلة
الأوراسي	AUR	سند رأس مال	انضمت في 20 جانفي 2000	14 فيفري 2000	400 دج	خدمات الفنادق
أليانس	ALL	سند رأس مال	انضمت في 07 مارس 2001	7 مارس 2011	830 دج	خدمات التأمين

صناعات الغذائية	400 دج	03 جوان 2013	انضمت في 03 جوان 2013	سند رأس مال	ROUI	روبية
الصناعة الصيدلانية	1225 دج	06 أبريل 2016	انضمت في 6 أبريل 2016	سند رأس مال	BIO	بيوفارم

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة

2. عينة الدراسة :

تكونت عينة الدراسة من شركتين من القطاع الخاص وهما كل من شركة أليانس للتأمينات وشركة الروبية للصناعة الغذائية.

أ- تقديم عام لشركة أليانس للتأمينات :

تعتبر شركة أليانس للتأمينات، شركة ذات أسهم تأسست في جويلية 2005 بموجب الأمر رقم 95-07 المؤرخة في 25 جانفي 1995، والصادرة عن وزارة المالية، والمتعلقة بفتح سوق التأمينات للخواص بعد الحصول على الاعتماد (122/05)، انطلق نشاط المؤسسة سنة 2006، بواسطة القيام بجميع عمليات التأمين وإعادة التأمين. و لتوضيح الوضعية المالية لشركة أليانس للتأمينات فإنه من الأفضل الإستعانة بالبطاقة الفنية الآتية :

- إسم الشركة وغرضها الإجتماعي : أليانس للتأمينات
- رأس المال الإجتماعي : شركة ذات أسهم برأسمال إجتماعي 2.205.714.180 دينار جزائري بما يعادل 1.804.11 سهم
- طبيعة العملية : العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 31% من رأسمالها الاجتماعي.
- عدد المساهمين الجدد : 5.653 مساهم جديد.
- مساهم الرئيسي : خليفاتي حسان
- العملية المنجزة : عرض عمومي لبيع 1.804.511 سهم اسمي بقيمة 380 دج للسهم و بسعر إصدار 830 دج للسهم.
- تاريخ العرض : من 02 نوفمبر الى 1 ديسمبر 2010.
- تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة : التأشيرة رقم 10/02 بتاريخ 80 جويلية 2010.
- تاريخ الدخول إلى البورصة : 07 مارس 2011.
- تاريخ أول تسعيرة في البورصة : 70 مارس 2011.

ب- تقديم عام لشركة روية NCA :

وهي شركة ذات أسهم و يرجع تأسيسها بتاريخ 02 ماي 1966، وهي شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي قدره 849 195 000 دج مقسم بين 19 مساهم ومن بين المساهمين الرئيسيين : أفريك إنفاست بنسبة 36.9% ثم يليها سليم عثمان بنسبة 31%. ويتمثل النشاط الرئيسي لشركة أن سي أ روية لإنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفواكه، ولتوضيح وضعية شركة روية فإنه من الأفضل الإستعانة بالبطاقة الفنية الآتية :

- اسم الشركة و غرضها الاجتماعي : روية NCA للصناعات الغذائية.
- رأس المال الاجتماعي : شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي 849.195.000 دج بما يعادل 2122988 سهم.
- طبيعة العملية : العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 25% من رأسمال الشركة.
- عدد المساهمين الجدد : 22 مساهم.
- المساهم الرئيسي : أفريك إنفاست.
- العملية المنجزة : عرض عمومي لبيع 2122988 سهم إسمي بقيمة 100 دج للسهم و بسعر إصدار 400 دج للسهم.
- تاريخ العرض : من 07 أبريل إلى 15 أبريل 2013.
- تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة : التأشيرة رقم 01-2013 بتاريخ 06 فيفري 2013.
- تاريخ الدخول إلى البورصة : 03 جوان 2013.
- تاريخ أول تسعيرة في البورصة : 03 جوان 2013.

حدود الدراسة :

تتمثل حدود الدراسة في الفترة الزمنية الممتدة من 2006 إلى 2015 بالنسبة لشركة أليانس ومن 2010 إلى 2015 بالنسبة لشركة روية وقسمنا هذه الفترة إلى مرحلتين : مرحلة قبل التسعير في البورصة ، و مرحلة بعد التسعير في البورصة و تعتبر فترة كافية لقياس مدى التغير الحاصل في مؤشرات الأداء المالي لكل من الشركتين.

المب الثاني : مصادر البيانات والأدوات المستخدمة في الدراسة

الفرع الأول : مصادر البيانات

إعتمدت الدراسة على الأدبيات المتوفرة محليا ودوليا من دراسات وأبحاث ونشرات وتقارير ذات صلة بموضوع الدراسة لتغطية الجانب النظري من الدراسة، هذا بالإضافة إلى الإعتماد على التقارير السنوية والمتمثلة في القوائم المالية لهذه الشركات، إلى

جانب التقارير والنشرات الإحصائية الصادرة عن بورصة الجزائر، كما تم الإستعانة بشبكة الأنترنت للحصول على بعض البيانات وهذا لتغطية الجانب التطبيقي من الدراسة.

الفرع الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة

تم الإعتماد في هذه الدراسة على أدوات التحليل المالي عن طريق تحليل القوائم المالية والمؤشرات المالية وذلك بمقارنة الوضعية المالية للمؤسسة قبل وبعد دخولها البورصة.

المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة

نحاول في هذا المبحث عرض النتائج التطبيقية للوضعية المالية للمؤسستين قبل وبعد دخولهما للبورصة من خلال قراءة القوائم المالية وتحليلها لدراسة التوازن المالي للمؤسسة والتحليل باستخدام المؤشرات المالية.

المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة

الفرع الأول : تحليل التوازن المالي

سنقوم بتحليل التوازن المالي للمؤسسة من خلال تقييم رأسمال العامل و الإحتياج في رأسمال العامل و كذلك الخزينة خلال سنوات الدراسة قبل و بعد التسعير في البورصة.

أولا : شركة أليانس للتأمينات

الجدول رقم (2.2) : يوضح مؤشرات التوازن المالي لشركة أليانس للتأمينات قبل التسعير في البورصة

الوحدة : دج

2010	2009	2008	2007	2006	مؤشرات التوازن المالي
1218806952	929321284	468055450	612016818	422188409	FRg رأس المال العامل الإجمالي
-2527372226	585667124	205876034	547628988	360623596	BFRg الإحتياج في رأس المال العامل الإجمالي
1573280432	343654160	262179416	64378830	61546813	TNg الخزينة

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على وثائق المؤسسة

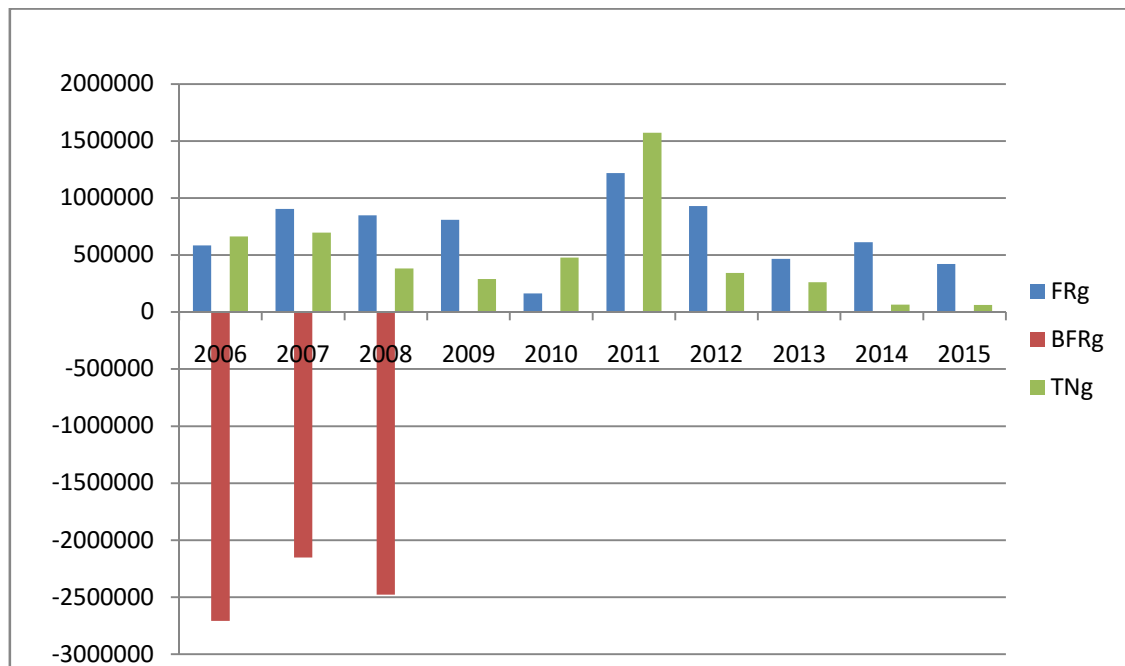
الجدول رقم (3.2) : يوضح مؤشرات التوازن المالي لشركة أليانس للتأمينات بعد التسعير في البورصة

الوحدة : دج

2015	2014	2013	2012	2011	مؤشرات التوازن المالي
585931624,6	906503845,4	849189761,5	810843497,9	163738397,6	FRg رأس المال العامل الإجمالي
-77242472,54	207820706,9	466027119,7	519254187,8	-314998858,1	BFRg الإحتياج في رأس المال العامل الإجمالي
663074097,8	698683084,1	383162641,8	291589310	478737255,6	TNg الخزينة

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على وثائق المؤسسة

الشكل رقم (1.2) : يوضح المعادلة الأساسية للخزينة لأليانس خلال سنوات الدراسة



المصدر : من إعداد الطالبة بناء على وثائق المؤسسة

نلاحظ أن شركة أليانس حققت رأس مال عاملاً موجباً من خلال السنة الأولى لدخولها البورصة و بقي موجب و في إرتفاع حيث حققت أكبر رصيد لها سنة 2014، مما يعني أن الموارد الدائمة تغطي الإستخدامات المستقرة، وكذلك من خلال ملاحظة الإحتياج في رأس المال العامل في السنة الأولى لدخولها البورصة كان سالباً ثم أصبح موجباً وفي إرتفاع من 2012 إلى 2014 بمعنى أن موارد الإستغلال لا تغطي إستخدامات الإستغلال في هذه الفترة، وفي سنة 2015 أصبح سالباً أي أن شركة

أليانس حققت مورد خلال هذه السنة، أما بالنسبة للخزينة فقد حققت فائض خلال سنوات الدراسة بسبب أن رأس المال العامل استطاع تغطية الإحتياج في رأس المال العامل الإجمالي.

ثانيا : شركة روية

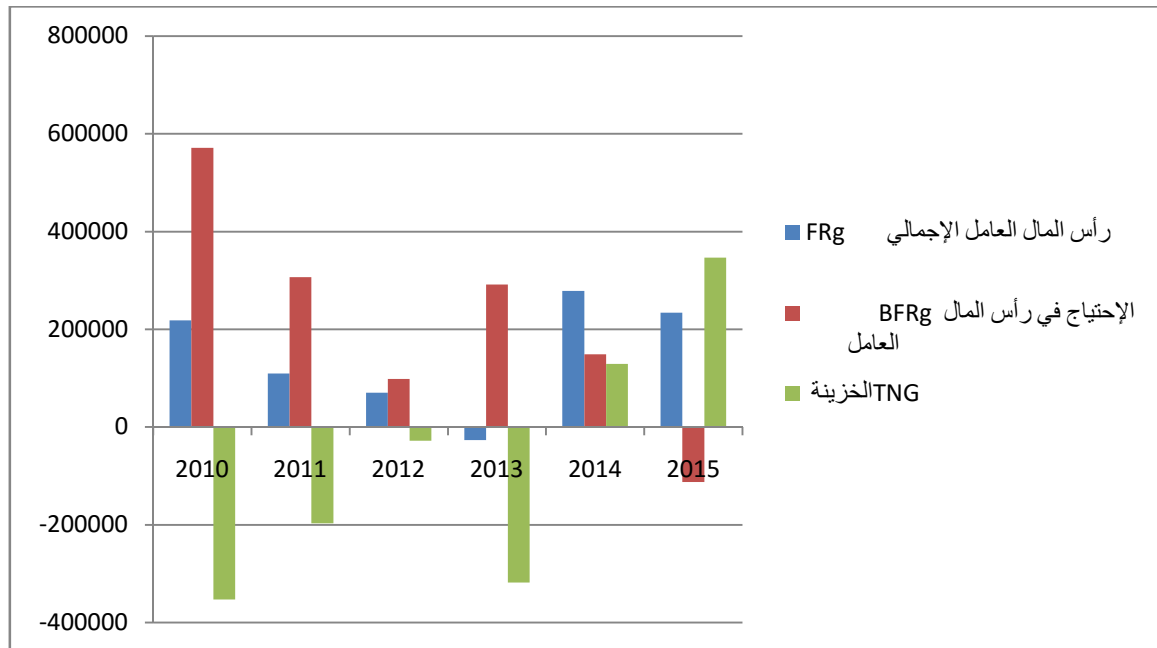
الجدول رقم (4.2) : يوضح مؤشرات التوازن المالي لشركة روية قبل و بعد التسعير في البورصة

الوحدة : دج

بعد التسعير في البورصة			قبل التسعير في البورصة			مؤشرات التوازن المالي
2015	2014	2013	2012	2011	2010	
218543000	109417000	70536660	-26394473	278478379	233848142	FRg رأس المال العامل الإجمالي
571330000	306654000	98790537	291635426	149015838	-112754699	BFRg الإحتياج في رأس المال العامل
-352789000	-197238000	-28253877	-318029899	129462542	346602841	TNG الخزينة

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على الميزانية الوظيفية

الشكل رقم (2.2) : يوضح المعادلة الأساسية للخزينة لشركة روية لسنوات الدراسة



المصدر : من إعداد الطالبة بناء على وثائق المؤسسة

نلاحظ أن شركة روية حققت رأس مال عامل موجب في سنتي 2010 و 2011 أما سنة 2012 كان سالبا ثم عاود الإرتفاع بعد دخولها للبورصة سنة 2013 وبقي في إرتفاع مستمر أي أن الشركة على العموم متوازنة ماليا على المدى الطويل، أما بالنسبة للإحتياج في رأس المال العامل فقد كان موجبا في معظم سنوات الدراسة معدا سنة 2010 مما يدل على أن موارد

الإستغلال لم تغطي إستخدامات الإستغلال، أما بالنسبة لوضعية الخزينة فقد كانت موجبة لسنتي 2010 و 2011 وهذا بسبب الزيادة في مستوى رأس المال العامل والذي كان كافيا لتغطية الإحتياج في رأس المال العامل، ثم عرفت الخزينة وضعية سالبة من 2012 إلى 2015 وهذا راجع للإرتفاع الكبير في الإحتياج في رأس المال العامل .

الفرع الثاني : عرض مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات مجال الدراسة

أولا : شركة أليانس للتأمينات

الجدول رقم (5.2) : مؤشرات الأداء الربحي (المردودية) لمؤسسة أليانس قبل وبعد التسعير في البورصة

بعد التسعير في البورصة					قبل التسعير في البورصة					المؤشرات	الرقم
2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006		
%8	%9	%9	%6	% -11	%6	%11	%8	%22	% -9	معدل الربح الصافي	1R
%8	%9	%35	%12	% -47	%28	%19	%15	%28	% -5	معدل نتيجة الإستغلال	2R
%14	%11	%17	%12	% -23	%9	%28	%20	%29	% -6	معدل العائد على حق الملكية	3R
%5	%4	%5	%3	% -5	%3	%9	%6	%17	% -3	معدل العائد على الأصول	4R
%10	%8	%11	%7.6	% -12	%6	%25	%17	%29	% -5	معدل العائد على مصادر التمويل طويلة الأجل	R5

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على وثائق المؤسسة

الجدول رقم (6.2) : مؤشرات أداء هيكل رأس المال لمؤسسة أليانس قبل وبعد التسعير في البورصة

بعد التسعير في البورصة					قبل التسعير في البورصة					المؤشرات	الرقم
2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006		
%60	%63	%64	%66	%70	%58	%66	%65	%43	%33	نسبة قابلية التسديد	6R
%171	%189	%206	%221	%291	%151	%211	%206	%75	%53	نسبة الإستقلالية المالية	7R
%286	%298	%323	%333	%413	%260	%320	%317	%174	%159	نسبة الرافعة المالية	8R
%14	%16	%16	%19	%21	%22	%97	%96	%96	%91	نسبة الديون الطويلة والمتوسطة إلى المديونية الإجمالية	9R
%86	%84	%84	%81	%79	%83	%3	%4	%4	%9	نسبة الديون القصيرة أجل إلى المديونية الإجمالية	R 10

المصدر : من إعداد الطالبة باعتماد على وثائق المؤسسة

الجدول رقم (7.2) : مؤشرات السيولة لشركة أليانس قبل و بعد التسعير في البورصة

بعد التسعير في البورصة					قبل التسعير في البورصة					المؤشرات	الرقم
2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006		
%119	%124	%122	%123	%104	%507	%5210	%3061	%5205	%2984	نسبة السيولة العامة (التداول)	R11
%119	%124	%122	%123	%104	%507	%5199	%3057	%5192	%2976	نسبة التداول السريعة (الفورية)	R12
%44	%55	%43	%47	%27	%221	%550	%470	%313	%273	نسبة التداول الفورية (النقدية)	R13

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

ثانيا : شركة روية

الجدول رقم (8.2) : مؤشرات الأداء الربحي (المردودية) لشركة روية قبل و بعد التسعير في البورصة

بعد التسعير في البورصة			قبل التسعير في البورصة			المؤشرات	الرقم
2015	2014	2013	2012	2011	2010		
%3.32	%9.19	%3.97	%2.97	%4.06	%6.39	معدل الربح الصافي	1R
%6.57	%13.43	%6.36	%5.93	%7.81	%10.13	معدل نتيجة الإستغلال	2R
%6.23	%18.61	%15	%11.90	%14.59	%23.04	معدل العائد على حق الملكية (ROE)	3R
%1.46	%4.31	%4.17	%3.67	%4.63	%8.54	معدل العائد على الأصول (ROA)	4R
%2.11	%6.67	%7.02	%6.98	%8.08	%13.55	معدل العائد على مصادر التمويل طويلة الأجل	5R

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على وثائق المؤسسة

الجدول رقم (9.2) : مؤشرات أداء هيكل رأس المال لشركة روية قبل و بعد التسعير في البورصة

بعد التسعير في البورصة			قبل التسعير في البورصة			المؤشرات	الرقم
2015	2014	2013	2012	2011	2010		
%75.17	%72.52	%67.99	%65.46	%63.62	%54.4	نسبة قابلية التسديد	6R
%321.66	%313.04	%244.27	%212.39	%200.41	%146.7	نسبة الإستقلالية المالية	7R
%427.89	%431.65	%359.27	%324.29	%315.01	%269.8	نسبة الرافعة المالية	8R
%58.98	%51.29	%40.42	%27.54	%32.94	%31.99	نسبة الديون الطويلة والمتوسطة إلى المديونية الإجمالية	9R
%41.02	%48.40	%59.58	%72.46	%67.05	%68.01	نسبة الديون القصيرة الأجل إلى المديونية الإجمالية	10R

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

الجدول رقم (10.2) : مؤشرات السيولة لشركة رويبة قبل و بعد التسعير في البورصة

الرقم	المؤشرات	قبل التسعير في البورصة			بعد التسعير في البورصة		
		2010	2011	2012	2013	2014	2015
R11	نسبة السيولة العامة (نسبة التداول)	%121.12	%116.08	%98.79	%103.16	%104.29	%108.81
R12	نسبة التداول السريعة (الفورية)	%76.45	%67.15	%57.17	%55.47	%63.34	%74.86
R13	نسبة التداول الفورية (النقدية)	%31.33	%15.02	%8.39	%7.85	%8.88	%9.45

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

الفرع الثالث : التحليل المقارن لأثر التسعير في البورصة على الأداء المالي للمؤسستين مجال الدراسة

1) تأثير التسعير في البورصة على الأداء الربحي :

الجدول رقم (11.2) : مؤشرات الأداء الربحي (المردودية) قبل وبعد التسعير في البورصة

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الدخول إلى البورصة		المتوسط بعد الدخول إلى البورصة	
		أليانس	رويبة	أليانس	رويبة
R1	معدل الربح الصافي	%7.6	%4.48	%4.14	%5.43
2R	معدل نتيجة الإستغلال	%17	%7.96	%3.50	%8.78
3R	معدل العائد على حقوق الملكية	%16	%16.51	%6.25	%13.28
4R	معدل العائد على الأصول	%6.4	%5.61	%2.4	%3.31
5R	معدل العائد على مصادر التمويل طويلة الأجل	%14.4	%9.53	%4.96	%5.26

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على وثائق المؤسسة

شركة أليانس : نلاحظ تدهور في مستوى الأداء للمؤسسة من خلال انخفاض معظم مؤشرات الأداء الربحي R1,R3,R4,R5 بعد التسعير في البورصة، وهذا راجع للزيادة في رقم الأعمال.

شركة رويبة : نلاحظ من الجدول أن المؤشر R1 عرف ارتفاعا من %4.48 إلى %5.43 وذلك للزيادة في النتيجة الصافية وكذلك ارتفاع في R2 لزيادة الفائض الإجمالي للإستغلال مع تراجع رقم أعمال الشركة، أما المؤشرات R3,R4,R5 فقد عرفت انخفاضا بعد دخولها للبورصة حيث يعتبر معدل العائد على حق الملكية (ROE) مؤشر معبر عن الأداء الربحي لشركة حيث بلغ المتوسط قبل الدخول إلى %16.51 لينخفض المعدل إلى %13.28 بعد التسعير في البورصة ويعود هذا الانخفاض لزيادة العلاوات والاحتياطات، كما يعد هذا المؤشر هو المقياس المنطقي الأول للأداء المالي للمؤسسات فهو يمثل الأهتمام الأساسي للأفراد الذين يبدؤون نشاط جديد حيث يهتم المستثمرين بالنشاط الذي يحقق لهم أعلى عائد على أموالهم. نفس الشيء بالنسبة لمعدل العائد على الأصول (ROA) إنخفض في فترة الدخول إلى %3.31 مقارنة بـ %5.61 قبل التسعير مما يشير ذلك إلى حداثة دخولها إلى البورصة وما يترتب عليه من تكاليف.

(2) تأثير التسعير في البورصة على أداء هيكل رأس المال :

الجدول رقم (12.2) : مؤشرات أداء هيكل رأس المال قبل و بعد التسعير في البورصة

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الدخول إلى البورصة		المتوسط بعد الدخول إلى البورصة	
		أليانس	روبية	أليانس	روبية
6R	نسبة قابلية التسديد	%53	%61.17	%64.77	%71.90
7R	نسبة الإستقلالية المالية	%139.2	%186.52	%215.60	%293
8R	نسبة الرافعة المالية	%246	%303.03	%330.56	%406.27
9R	نسبة الديون الطويلة والمتوسطة إلى المديونية الإجمالية	%80.4	%30.82	%17.42	%50.23
10R	نسبة الديون قصيرة الأجل إلى المديونية الإجمالية	%20.8	%69.18	%82.58	%49.77

المصدر : من إعداد الطلبة بناء على القوائم المالية

شركة أليانس : نلاحظ من الجدول أن نسبة قابلية التسديد وهو مؤشر معبر عن مستوى أداء هيكل رأس المال قد ارتفع بعد تسعيرها في البورصة إلى 64.77%، وذلك نظرا لزيادة رأسمالها، وتجدر الإشارة إلى أن البيانات تشير أن الشركة تعتمد بشكل كبير على الخصوم المتداولة والديون قصيرة الأجل، حيث انخفض R9 بعد التسعير في البورصة إلى 17.42% في حين ارتفع R10 إلى 82.58%.

شركة روية : من خلال الجدول نلاحظ أن الشركة سجلت ارتفاع للمؤشرات R8, R7, R6 حيث ارتفعت نسبة قابلية التسديد بعد التسعير في البورصة إلى 71.90% ونفس الشيء لمؤشر الإستقلالية المالية والرافعة لتصل نسبتهم بعد الدخول على التوالي إلى 293% و 406.27%، كما نلاحظ من خلال البيانات أن الشركة تعتمد بشكل أكبر على الخصوم الجارية والقروض طويلة الأجل حيث إرتفع متوسط إجمالي الديون طويلة والمتوسطة بعد التسعير في البورصة إلى 50.23% في حين إنخفض متوسط إجمالي الديون قصيرة الأجل بعد التسعير في البورصة إلى 49.77%.

(3) تأثير التسعير في البورصة على أداء السيولة :

الجدول رقم (13.2) : مؤشرات السيولة قبل وبعد التسعير في بورصة الجزائر

الرقم	المؤشرات	المتوسط قبل الدخول إلى البورصة		المتوسط بعد الدخول إلى البورصة	
		أليانس	روبية	أليانس	روبية
11R	نسبة السيولة العامة (نسبة التداول)	%3393.4	%112	%118.4	%105.43
12R	نسبة التداول السريعة (الفورية)	%3386.2	%66.92	%118.4	%64.55
13R	نسبة التداول الفورية (النقدية)	%365.4	%18.25	%43.2	%8.73

المصدر : من إعداد الطلبة بناء على القوائم المالية

شركة أليانس : من خلال الجدول أعلاه أظهرت الشركة انخفاض شديد في نسبيتي R12,R11 حيث انخفضت R11 من 3393.4% إلى 118.4% و نفس الشيء بالنسبة ل R12، كما نسجل انخفاض في R13 بمعدل 43.2% بعد التسعير في البورصة مما يعني أن الشركة كانت لها قدرة كبيرة على مواجهة ديونها قصيرة الأجل قبل التسعير في البورصة أكثر من بعد التسعير في البورصة .

شركة رويبة : من خلال الجدول نلاحظ أن مؤشرات السيولة R13,R12,R11 انخفضت بعد التسعير في البورصة، حيث يعتبر مؤشر السيولة R13 كمؤشر معبر عن مستوى السيولة في الشركة، حيث أظهرت النتائج انخفاض المؤشر من 18.25% إلى 8.73% وهو ما يعني أن الشركة كانت لها قدرة كبيرة في مواجهة ديونها قصيرة الأجل.

4) تحليل الأداء المالي للمؤسسات مجال الدراسة باستخدام مؤشر EVA :

الجدول رقم (14.2) : المؤشرات الحديثة لمؤسسة أليانس بعد التسعير في بورصة الجزائر

الرقم	المؤشرات	2011	2012	2013	2014	2015
R14	EVA القيمة الاقتصادية المضافة	-1104900543	168904637	22370674	55542397	7955184
R15	MVA القيمة السوقية المضافة	-1916004624	81927581	6529902	13873398	3360124

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على وثائق المؤسسة

الجدول رقم (15.2) : المؤشرات الحديثة لشركة رويبة بعد التسعير في بورصة الجزائر

الرقم	المؤشرات	2013	2014	2015
R14	EVA القيمة الاقتصادية المضافة	27193662.24	-45978264.36	-66540040
R15	MVA القيمة السوقية المضافة	24831435.11	-38425410.29	-57934098.16

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على وثائق المؤسسة

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن شركة أليانس عند دخولها للبورصة كانت نتيجة القيمة الاقتصادية المضافة سالبة وهذا يرجع أن مؤسسة تستهلك رأس مال المستثمر بأكبر من ربح العمليات التشغيلية مما يؤثر سلبا على ثروة الملاك، على عكس مؤسسة رويبة التي عرفت سنة دخولها للبورصة EVA موجبة وهذا يعني أن المؤسسة ساهمت بشكل مباشر في التأثير في ثروة الملاك وهذا راجع إلى الزيادة في الأرباح التشغيلية بعد الضرائب أو انخفاض كلفة الاستثمار.

أما من سنة 2012 إلى 2015 كانت نتيجة القيمة موجبة وهذا ما يدل على أن المؤسسة أصبحت تساهم بشكل مباشر في التأثير في ثروة الملاك وهذا راجع في زيادة في أرباح التشغيلية بعد الضرائب أو انخفاض كلفة الاستثمار، عكس مؤسسة رويبة الذي كان دخولها في السنة الأولى جيد بالنسبة للقيمة الاقتصادية المضافة لكن تراجع بعدها في سنوات التي تليها ليكون بنتيجة سالبة وهذا يعني أنها تستهلك رأس المال المستثمر بأكبر من ربح العمليات التشغيلية مما يؤثر سلبا على ثروة الملاك.

الجدول رقم (16.2) : نسب التطور والنتائج المحققة لمؤسسات القطاع الخاص لبورصة الجزائر

النتائج المحققة		نسبة التطور %		المؤشرات	طبيعة الأداء
روية	أليانس	روية	أليانس		
إنخفاض سلبي	إنخفاض سلبي	-40.99	-68.75	معدل العائد على الأصول ROA	الربحية
تحسن إيجابي	تحسن إيجابي	17.54	23.83	نسبة قابلية التسديد	هيكل رأس المال
إنخفاض سلبي	إنخفاض سلبي	-5.87	-96.53	نسبة التداول	السيولة

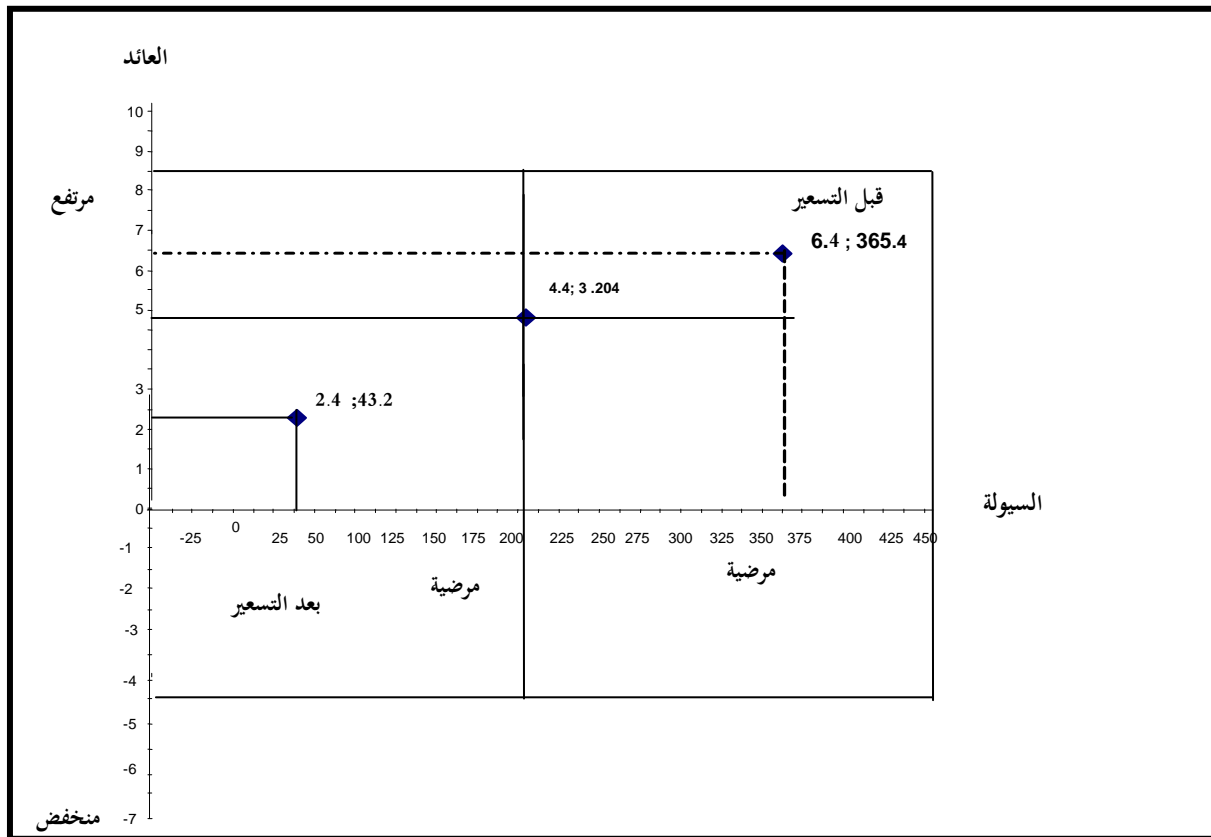
المصدر : من إعداد الطالبة بناء على وثائق المؤسسة

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه تدهور في مستوى أداء المؤسسات (أليانس وروية) بعد التسعير في البورصة في جوانب الأداء (الربحية والسيولة) وتحسن عام في مستوى أداء هيكل رأس المال.

5) تحليل العلاقة بين الربحية والسيولة للمؤسسات مجال الدراسة :

لمعرفة العلاقة بين الربحية والسيولة قبل وبعد التسعير في البورصة للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر سوف يتم التعبير عن الربحية بمعدل العائد على الأصول (ROA) (R4)، كما يعبر عن السيولة بنسبة التداول الفورية (R13) كما هو موضح في الشكلين رقم : (2-3) و(2-4).

الشكل رقم (2-3) : علاقة الربحية بالسيولة قبل وبعد الدخول إلى البورصة بالنسبة لمؤسسة أليانس للتأمينات



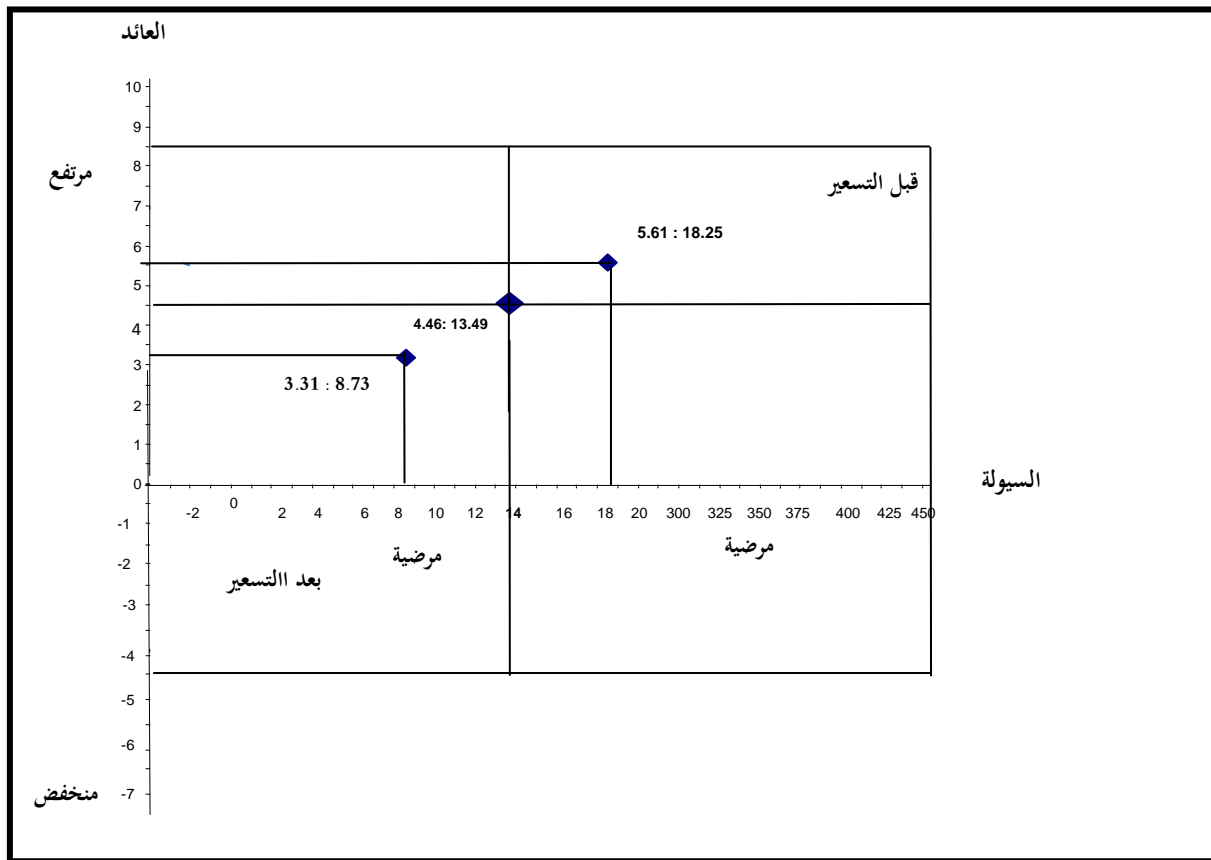
المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مؤشرات السيولة والربحية

ويكون متوسط العائد هو عبارة عن متوسط قبل التسعير مضافا إليه العائد بعد التسعير في البورصة مقسوما على 2 وذلك بإعتباره نقطة التميز " المقياس المقارن " ونفس المفهوم على نسبة التداول الفورية ومقارنة المتوسط قبل وبعد بنقطة التفرد (التميز) هذه فإذا كان المتوسط أعلى يعني الإرتفاع و العكس.

- الإطار المربعي للعائد $\%4.4 = \frac{\%2.4 + \%6.4}{2}$

- الإطار المربعي للسيولة $\%204.3 = \frac{\%43.2 + \%365.4}{2}$

الشكل رقم (2-4) : علاقة الربحية بالسيولة قبل وبعد الدخول إلى البورصة بالنسبة لمؤسسة روية للتأمينات



المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مؤشرات السيولة والربحية

- الإطار المربعي للعائد $\%4.46 = \frac{\%3.31 + \%5.61}{2}$

- الإطار المربعي للسيولة $\%13.49 = \frac{\%8.73 + \%18.25}{2}$

يشير الشكلين رقم (2-3) و(2-4) إلى أن السمة الغالبة على الشركتين بعد التسعير أنها شركات ذات أداء مرضي سواء في الربحية أو السيولة، ونرى أن التسعير في البورصة قد أدى إلى تدهور الأداء، مع بقائها في نفس المربع، وما يفسر ذلك هو زيادة رأس المال دون ما تقابله أرباح، والتي من المنتظر أن تبدأ بعد فترة من الزمن حينما تنطلق الاستثمارات الجديدة الممولة بهذا الارتفاع في رأس المال.

المطلب الثاني : مناقشة نتائج الدراسة

من خلال استعراضنا لنتائج الدراسة التطبيقية أي مساهمة بورصة الجزائر في تمويل مؤسسات القطاع الخاص والتي كانت موضوع دراستنا، توصلت إلى أن أسلوب التسعير في البورصة لم يساعد كثيرا على الإرتفاع بكفاءة الأداء المالي للمؤسستين (أليانس وروبية) بعد التسعير.

حققت الشركتين نتائج لرأس المال العامل الإجمالي كلها إيجابية وهذا من خلال الفترة المدروسة، خلال فترة الدراسة وهذا يعني أن الموارد الدائمة تغطي الاستخدامات المستقرة، وبهذا يتحقق الشرط الأول من شروط التوازن المالي، كما حققت شركة روية الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي موجب وفي زيادة مستمرة خلال فترة الدراسة وهذا يعود إلى أن الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال كان موجب بمعنى أن موارد الاستغلال لا تغطي إستخدامات الإستغلال، وبهذا لم يتحقق الشرط الثاني من شروط التوازن المالي، كما أنها عرفت خزينة سالبة من 2013 إلى 2015 و بهذا تكون لم تحقق الشرط الثالث من شروط التوازن المالي، أما أليانس فقد عرفت خزينة موجبة من 2011 إلى 2015 أي بعد التسعير وبهذا تكون حققت الشرط الثالث من شروط التوازن المالي.

نسجل تدهور في مستوى الأداء بالنسبة للمؤسستين من خلال انخفاض معظم مؤشرات الأداء الربحية المختلفة بعد التسعير مع عدم تحقيق أرباح إضافية تعادل هذه الزيادة، فكما هو معلوم فإن هذه النسب تحسب بقسمة الأرباح على الأصول والأموال الخافية وأن الإستثمارات المراد القيام بها نتيجة لزيادة في رأسمال ستكون عوائدها على الأقل في فترات متوسطة الأجل.

تظهر المؤسستين ارتفاعا أكبر في نسب المديونية بشكل عام، حيث تحتفظ كلتا المؤسستين بنسبة أكبر للإستقلالية المالية و ذلك نظرا للإرتفاع الكبير في متوسط المديونية الإجمالية، مما يعني أنها ذات هيكل تمويلي متدهور نوعا ما.

تشير النتائج إلى أن السمة الغالبة على المؤسستين بعد التسعير في البورصة أنها شركات ذات أداء مرضي سواء في الربحية أو السيولة ونرى أن التسعير في البورصة قد أدى إلى تدهور الأداء وما يفسر ذلك هو زيادة رأسمال دون الإستثمارات الجديدة الممولة بهذا الإرتفاع.

خلاصة

بعد إجراء الدراسة التطبيقية لمؤسسات القطاع الخاص المسعرة في بورصة الجزائر (أليانس و رويية) بالإعتماد على القوائم المالية والمتمثلة في الميزانيات وجدول حسابات النتائج، انطلق من هذا تم تقييم الأداء المالي للمؤسستين قبل وبعد الدخول في البورصة باستخدام مجموعة من المؤشرات، منها مؤشرات الأداء الربحي (المردودية)، مؤشرات أداء هيكل رأس المال، مؤشرات السيولة والمؤشرات الحديثة.

تبين لنا في هذا الفصل بعد استعراض نتائج الدراسة أن هناك تراجع في الأداء المالي للمؤسستين بعد دخولهما في البورصة مقارنة قبل دخولهما وهذا من خلال تسجيلها تدهور في معظم النسب.

الخاتمة العامة

حاولنا من خلال هذا البحث تقييم الأداء المالي للمؤسسات القطاع الخاص المسعرة في بورصة الجزائر من خلال الاعتماد على مجموعة من المؤشرات المختلفة التي يمكن من خلالها رصد أنماط الأداء قبل وبعد التسعير في البورصة، وتطلب ذلك الاعتماد على فصلين، أولهما يتعلق بالأدبيات النظرية للأداء المالي والدراسات السابقة، والثاني تم التطرق فيه إلى الدراسة التطبيقية وهذا وفق المنهج المذكور سابقا، وخلصت الدراسة إلى مايلي :

أولا : نتائج اختبار الفرضيات

- أ- بالنسبة للفرضية الأولى والمتمثلة في " المؤسسة المسعرة في البورصة تحقق توازن مالي أفضل من قبل تسعيرها في البورصة" فقد تم نفيها وذلك من خلال النتائج التالية :
- حققت شركة أليانس توازن مالي خلال سنوات 2006 الى 2010 وهذا بتحقيق خزينة موجبة في إرتفاع مستمر حيث حققت أكبر رصيد لها سنة 2010 والذي قدر بقيمة (1573280432)، كما حققت خزينة موجبة خلال السنوات 2011 الى 2015 (أي بعد تسعيرها في البورصة)، ولكن بالرغم من ان الخزينة كانت موجبة إلا انها عرفت تذبذب خلال هذه السنوات.
- لم تحقق شركة روية توازن مالي خلال السنوات 2013 الى 2015، لأنها عرفت خزينة سالبة خلال هذه السنوات على التوالي، وإحتياج في رأس مال العامل موجب.
- ب- بالنسبة للفرضية الثانية والمتمثلة في " الأداء الربحي للمؤسسة المسعرة في البورصة يكون أفضل من أدائها قبل التسعير في البورصة" فقد تم نفيها وذلك من خلال النتائج التالية :
- عرف معدل العائد على الأصول (ROA) باعتباره المؤشر المعبر عن الربحية في شركة أليانس انخفاض من 6.4% قبل التسعير إلى 2.4% بعد تسعيرها في البورصة.
- عرف معدل العائد على الأصول (ROA) باعتباره المؤشر المعبر عن الربحية في شركة روية انخفاض من 5.61% قبل التسعير إلى 3.31% بعد تسعيرها في البورصة.
- ج- بالنسبة للفرضية الثالثة والمتمثلة في " أداء هيكل رأس المال للمؤسسة المسعرة في البورصة يكون أفضل من أدائها قبل التسعير في البورصة " فقد تم إثباتها وذلك من خلال النتائج التالية :
- عرفت نسبة قابلية التسديد باعتبارها مؤشر معبر عن أداء هيكل راس المال في شركة أليانس ارتفاعا من 53% قبل تسعيرها إلى 64.77% بعد تسعيرها في البورصة .
- عرفت نسبة قابلية التسديد باعتبارها مؤشر معبر عن أداء هيكل رأس المال في شركة روية ارتفاعا من 61.17% قبل تسعيرها إلى 71.90% بعد تسعيرها في البورصة.
- د- بالنسبة للفرضية الرابعة والمتمثلة في " أداء السيولة للمؤسسة المسعرة في البورصة يكون أفضل من أدائها قبل التسعير في البورصة " فقد تم نفيها وذلك من خلال النتائج التالية :

الخاتمة العامة

- عرفت نسبة التداول الفورية باعتبارها مؤشر معبر عن السيولة في شركة أليانس انخفاض من 365.4% قبل التسعير إلى 43.2% بعد تسعيرها في البورصة.
- عرفت نسبة التداول الفورية باعتبارها مؤشر معبر عن السيولة في شركة رويبة انخفاض من 18.25% قبل التسعير إلى 8.73% بعد تسعيرها في البورصة.
- هـ- بالنسبة للفرضية الخامسة " التسعير في البورصة يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة المسعرة في بورصة الجزائر " وقد تم نفيها وذلك من خلال النتائج التالية :
- أظهرت النتائج تذبذب في القيمة الاقتصادية المضافة لشركة أليانس حيث عرفت الشركة EVA سالبة سنة 2011 ثم ارتفعت سنة 2012 ثم من 2013 إلى 2015 بقيت في انخفاض مستمر.
- عرفت شركة رويبة EVA موجبة في أول سنة لتسعيرها في البورصة، ثم من 2014 إلى 2015 عرفت الشركة قيمة اقتصادية سالبة في السنتين على التوالي.

ثانيا: التوصيات

بناء على الدراسة التي قمنا بها نقدم بعض التوصيات نذكر منها مايلي :

- على ضوء النتائج السابقة، يمكن أن نقدم بعض التوصيات المتمثلة في مايلي :
- على الشركة عند لجوءها للدخول إلى البورصة الأخذ بعين الاعتبار الرفع في رأسمالها ؛
- زيادة الوعي والثقافة البورصية لدى الشركات الاقتصادية ؛
- ضرورة الأخذ بعين الاعتبار تكاليف الإدراج من قبل الشركات وذلك لتفادي تدهور أدائها ؛
- ضرورة الرفع من عدد الشركات المقيدة في البورصة وذلك لزيادة حجم التداول فيها ؛
- ربط السوق المالي في الجزائر بالأسواق المالية العالية عن طريق شبكات الإتصال الحديثة.

ثالثا: أفاق الدراسة

وفي ختام هذا البحث نقترح بعض أفاق الدراسة والتي نراها من وجهة نظرا تستحق البحث فيها نذكر منها مايلي :

- إجراء دراسة إحصائية للأداء المالي لشركات المسعرة في البورصة ؛
- إجراء دراسة مقارنة في سوقين مختلفين.

المراجع

أ- الكتب :

1. أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار القباء الحديثة، القاهرة، مصر، 2007.
2. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2008.
3. زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011.
4. مُجّد صالح الحناوى، نّمال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال) ، بدون طبعة المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2008.
5. وائل مُجّد صبحي، إدريس، طاهر محسن منصور الغالي، أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن، الطبعة الأولى دار وائل، الأردن، 2009.

ب - المذكرات :

6. عبد الباقي بضيف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، الجزائر، 2014.
7. جلييلة بن خروف، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009.
8. سعاد شدرى معمر، دور المراجعة الداخلية المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أمّجّد بوقرة بومرداس 2008-2009.
9. شباح نعيمة، التحليل المالي في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة أمّجّد خيضر بسكرة، الجزائر، 2008/2007.
10. عمار بن مالك، المنهج اديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء دراسة حالة شركة إسمنت السعودية رسالة ماجستير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2011.
11. عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 2006-2007.
12. ليندة سيوان، واقع وآفاق بورصة الجزائر في ظل التحديات الاقتصادية، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2012.

13. مريم شكري محمود نديم، تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2013.

14. هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه جامعة الجزائر، 2008.

ج - الملتقيات والمجلات :

15. شهاب الدين حمد النعمي، استخدام مؤشري القيمة السوقية المضافة والعائد على رأس المال المستثمر في قياس أداء القطاع المصرفي العراقي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية المجلد 18 العدد 68، بغداد.

16. مُجّد عبد الحسين توفيق شبلي، استخدام مدخل القيمة الإقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي و التشغيلي في الوحدات الإقتصادية، مجلة العلوم الإقتصادية، العدد السادس، 2009.

17. مُجّد نجيب دبابش، طارق قدوري، دور النظام ا ماسبي المالي في تقييم الأداء المالي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة تطبيقية لمؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة. مداخلة، ملتقى وطني ، جامعة الوادي يومي 05-2013/05/06.

د - محاضرات :

18. رايس حدة، محاضرات في الأسواق المالية، السنة الرابعة علوم الإقتصادية، تخصص مالية نقود وبنوك، جامعة مُجّد خيضر بسكرة، 2005/2004.

ثانيا - المراجع باللغة الأجنبية :

19. ERIC Stéphan, **la relation capital risque** , PME fondement et pratique edihons 1er edition, de boeck université, btuexelles, 2003 .

20. Jacqueline delahaye, Florence delahay, **finance d entreprise manual et application**, 2editio dunod, paris,2009 .

ثالثا - المواقع الإلكترونية :

21. [Http://www.cosob.org](http://www.cosob.org)

22. <http://www.sgbv.dz>

الملاحق

الملحق رقم 01 : يوضح الميزانية (جانب الأصول) لشركة روية لسنوات الدراسة

2015	2014	2013	2012	2011	2010	الأصول
						اصول غير جارية
33160000	13181000	20131409	20952898	23500890	3206228	تثبيبات معنوية
5269310000	4486129000	3129951333	2384759182	1997788403	1605265411	تثبيبات عينية
1183751000	1183751000	398571250	398571250	398571250	398571250	الاراضي
778856000	797758000	347832652	312422769	279168171	296533972	المبناات
2319812000	2351167000	2237444913	1596060027	1265193699	897160189	التثبيبات العينية الاخرى
						عمليات ترتيب وتهيئة الاراضي الممنوح امتيازها
986890000	153453000	146102518	77705136	54855283	13000000	التثبيبات الجاري انجازها
40616000	54539000	40855673	34976096	28018769	43502766	التثبيبات المالية
						مساهمات وحيابات دائنة ملحقة بمساهمات
						الحيابات الدائنة الاخرى المثبتة
1704000	1614000	3060000	5010000	4260000	30520339	القروض والاصول المالية الاخرى الجارية
38912000	52925000	37795673	29966096	23758769	12982427	ضرائب مؤجلة علي الاصول
5343086000	4553849000	3190938415	2440688176	2049308062	1651974405	مجموع الاصول الغير جارية
						الاصول الجارية
841918000	1043003000	1059612751	907407607	847513861	494660340	المخزونات والمنتجات قيد التصنيع
1621748000	1386693000	1057668087	1063842011	902947927	499559317	الحسابات الدائنة -الاستخدامات المماثلة
1398137000	1158815000	790346856	680918960	560133650	445615300	الزبائن
95333000	134907000	172860498	162783364	206505495	25016392	المدينون الاخرون
53005000	65912000	70429485	187775815	109007358	20903559	الضرائب وما يماثلها
75273000	27059000	24031248	32363872	27301424	8024066	الاصول الاخرى الجارية
234189000	226129000	174363692	182861752	260126767	346976188	الموجودات وما يماثلها
8070000	14335000	4788000				توظيفات واصول مالية جارية
226119000	211794000	169575692	182861752	260126767	346976188	اموال الخزينة
2697855000	2655825000	2291644530	2154111370	2010588555	1341195845	مجموع الاصول الجارية
8040941000	7209674000	5482582945	4594799546	4059896617	2993170250	مجموع اجمالي الاصول

الملحق رقم 02 : يوضح الميزانية (جانب الخصوم) لشركة روية لسنوات الدراسة

2015	2014	2013	2012	2011	2010	الخصوم
						رؤوس الاموال الخاصة
849195000	849195000	849195000	849195000	849195000	849195000	رأس المال الصادر
						رأس المال الغير مطلوب
1030017000	820784000	676833846	564163334	436121393	230486798	العلاوات و الاحتياطات
						فارق إعادة التقييم
						فارق المعادلة
117110000	310854000	228869539	168602699	188041941	255634596	النتيجة الصافية
	282000		3511463	3511463	29708920	رؤوس الاموال الخاصة الآخري
1996322000	1981115000	1754898385	1585472496	1476869797	1365025314	مجموع رؤوس الاموال الخاصة 1
						الخصوم الغير جارية
3562582000	2676781000	1494706743	708679792	750612577	507217225	القروض و الديون المالية
613000	1729000	3645260		0	1674608	الصرائب المؤجلة و المرصود لها
						الديون الآخري غير الجارية
2112000	3641000	8224687	120141415	100304067	11905400	المؤونات و المنتجات المقيدة سلفا
3565307000	2682151000	1506576690	828821207	850916644	520797233	مجموع الخصوم الغير جارية 2
						الخصوم الجارية
1338815000	1255301000	1334090677	1121817918	1082079841	690268722	الموردون والحسابات الملحقة
36408000	163080000	172217368	171100746	166185048	117046683	الضرائب
525183000	718996000	516970256	386695528	353181061	299658951	الديون الآخري الجارية
578908000	409032000	197829569	500891651	130664225	373347	خزينة الخصوم
2479314000	2546409000	2221107870	2180505843	1732110175	1107347703	مجموع الخصوم الجارية 3
8040943000	7209675000	5482582945	4594799546	4059896616	2993170250	مجموع اجمالي الخصوم

الملحق رقم 03 : يوضح الميزانية (جانب الأصول) لمؤسسة أليانس 2006-2009

2009	2008	2007	2006	السنوات	البيان
	5 011 404,00	10 022 809,00	15 034 213,00		20 مصاريف إعدادية
3 470 062,00	4 736 561,00	2 312 029,00	2 618 771,00		21 قيم معنوية
					22 أراضي
258 953 427,00	213 666 535,00	75 755 031,00	37 200 901,00		24 تجهيزات الإنتاج
285 585,00	250 620,00	205 817,00	77 981,00		25 تجهيزات إجتماعية
16 635 612,00					28 إستثمارات جارية
279 344 686,00	223 665 120,00	88 295 686,00	54 931 866,00		المجموع 1
6 792 100,00	2 563 779,00	2 749 616,00	1 741 955,00		31 مواد ولوازم
					37 مخزونات خارج المؤسسة
6 792 100,00	2 563 779,00	2 749 616,00	1 741 955,00		المجموع 2
2 706,00			1 010 549,00		40 حسابات الخصوم المدينة
475 656 899,00	234 012 421,00	106 680 646,00	55 594 412,00		41 ديون تقنية مدينة
1 152 840 868,00	633 481 302,00	278 091 371,00	85 070 988,00		42 ديون إستثمارات مدينة
					43 ديون مخزونات مدينة
258 465 584,00	1 080 000,00	375 000 000,00	375 000 000,00		44 ديون على شركاء وشركات حليفة
5 669 401,00	3 854 081,00	349 254,00	2 784 812,00		45 تسبيقات على الحساب
26 411 494,00	20 556 155,00	11 135 700,00	16 018 498,00		46 تسبيقات الإستغلال
1 010 496 855,00	592 875 084,00	301 311 771,00	74 612 672,00		47 ديون على الزبائن
346 433 386,00	269 798 815,00	68 882 973,00	61 564 813,00		48 المتاحات
3 275 977 193,00	1 755 657 858,00	1 141 451 715,00	671 656 744,00		المجموع 3
			26 257 571,00		نتيجة السنة المالية
0,00	0,00	0,00	26 257 571,00		المجموع 4
3 562 113 979,00	1 981 886 757,00	1 232 497 017,00	754 588 136,00		المجموع العام 4+3+2+1

الملحق رقم 04 : يوضح الميزانية (جانب الخصوم) لمؤسسة أليانس 2006-2009

2009	2008	2007	2006	السنوات	البيان
800 000 000,00	500 000 000,00	500 000 000,00	500 000 000,00		10 أموال جماعية
					12 علاوات المساهمات
	41 488 071,00				13 إحتياطات
					14 إعانات للإستثمار
					15 فارق إعادة التقدير
95 777 513,00	55 404 579,00	26 533 741,00	8 128 798,00		16 مؤونات تقنية
		-1 700 783,00			17 إرتباط بين الوحدات
	-31 008 524,00	-31 008 524,00	-4 750 953,00		18 نتائج رهن التخصيص
					19 مؤونات الخسائر و التكاليف
895 777 513,00	565 884 126,00	493 824 434,00	503 377 845,00		المجموع 1
30 313,00	4 038 078,00	-1 472,00	518 373,00		50 حسابات الأصول الدائنة
1 076 142 099,00	638 866 596,00	288 021 516,00	119 948 138,00		51 ديون تقنية
182 037 188,00	101 548 228,00	19 458 713,00	5 045 834,00		52 ديون إستثمارات
1 354 817,00	743 728,00	1 023 130,00	602 261,00		53 ديون مخزونات
183 878 340,00	105 992 428,00	69 368 268,00	19 216 345,00		54 عجوزات للغير
58 945 982,00	57 459 789,00	22 497 000,00	22 497 000,00		55 ديون تجاه شركاء و شركات حليفة
175 555 565,00	110 496 172,00	59 987 516,00	16 722 090,00		56 ديون إستغلال
672 724 479,00	263 401 769,00	67 334 699,00	66 660 249,00		57 تسبيقات تجارية
2 779 226,00	7 619 399,00	4 495 143,00			58 ديون مالية
2 353 448 009,00	1 290 166 187,00	532 184 513,00	251 210 290,00		المجموع 2
312 888 457,00	125 836 445,00	206 488 071,00			نتيجة السنة المالية
312 888 457,00	125 836 445,00	206 488 071,00	0,00		المجموع 3
3 562 113 979,00	1 981 886 758,00	1 232 497 018,00	754 588 135,00		المجموع 3+2+1

الملحق رقم 05 : يوضح الميزانية (جانب الأصول) لمؤسسة أليانس لسنوات 2010-2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	الأصول
						فارق الشراء
118504961	9847239,97	16875707,8	21094764,2	26777149	33468208,3	التثبيتات المعنوية
946549435	1023269041	1033477173	1023126880	995842426	668765072	التثبيتات العينية
78943100	78943100	78943100	78943100	78943100		الاراضي
613626215	627332609	634185806	647883199	482487179	354043845	البناءات
234913422	208857969	216322440	226742639	238058918	190883529	التثبيتات العينية الاخرى
19066698,6	108135362	104025827	69557942,3	196353229	123837698	التثبيتات الجاري انجازها
1749075375	1367062458	1398026204	1185167108	1780060563	1293468340	التثبيتات المالية
						السندات الموضوعه موضع المعادله
108907760	104834188	104624188	52941788,5	52941788,5	78560583,9	المساهمات الاخرى والحسابات الاخرى الدائنة الملحقه
1627000000	1208000000	1248000000	1053000000	1476307487	1063307487	السندات الاخرى المثبتة
13167615,4	20414911,9	11588658,6	11598604,7	11405384,2	16346840	القروض والاصول المالية الاخرى الغير جارية
				137965831		الضرائب المؤجلة علي الاصول
	33813357,3	33813357,3	67626714,6	101440072	135253429	اعباء ومنتجات اخرى مؤجلة
2814129771	2400178738	2448379085	2229388752	2802680138	1995701621	مجموع الاصول الغير جارية
2893946531	2567194181	3013643748	2669420340	2829097041	2177783846	الاصول الجارية
21059216,7	45670283	529934468	464926389	471315302	8875710,59	
206464804	183848312	50678010,5	21884910,9	116503534	522297749	
2186099253	1849343504	2143350802	1947541274	1756702283	1531913672	
218291485	280932970	219856250	210192484	444281865	109811614	المدينون الاخرون
262031772	207399113	69824217,4	24875282,9	40294057,5	4885099,83	الضرائب وما بمائلها
1691074098	2069056213	1645221547	1655898809	998659691	1681182160	الموجودات وما بمائلها
1028000000	1383884687	1279092237	1373972238	523235061	107901728	توظيفات واصول مالية جارية
663074098	685171526	366129310	281926571	475424630	1573280432	اموال الخزينة
4585020628	4636250394	4658865296	4325319149	3827756732	3858966006	مجموع الاصول الجارية
7399150399	7036429132	7107244381	6554707901	6630436870	5854667627	مجموع اجمالي الاصول

الملحق رقم 06 : يوضح الميزانية (جانب الخصوم) لمؤسسة أليانس 2010-2015

2015	2014	2013	2012	2011	2010	الخصوم
						رؤوس الاموال الخاصة
2205714180	2205714180	2205714180	2205714180	2205714180	2205714180	راس المال الصادر
						راس المال الغير مطلوب
141214908	105677917	92134837,1	92134837,1	92134837,1	65788179,7	العلاوات و الاحتياطات
						فارق اعادة التقييم
	-17930975,8					liaison
227123839	216361952	367325801	232934937	-364615009	198009910	النتيجة الصافية
171755454	70317253	-96464213	-329399150	35215859	-16308823,8	رؤوس الاموال الخاصة الاخرى
2745808382	2580140326	2568710605	2201384804	1968449867	2453203445	مجموع رؤوس الاموال الخاصة 1
						الخصوم الغير جارية
15613641,4	44030727,2	58239270	86656355,8	115073442	150894380	القروض و الديون المالية
				378929,28		الصرائب المؤجلة و المرصود لها
						الديون الاخرى غير الجارية
216533269	206618589	194726029	185255601	206347669	141328658	
			2042612			المؤونات و المنتجات المقيدة سلفا
422106103	475892942	475892942	564892876	676168628	469082089	
654253014	726542258	728858242	838847446	997968668	761305128	مجموع الخصوم الغير جارية 2
						الخصوم الجارية
2264833275	2204088968	2497019769	2532719977	2741289275	1725271175	العمليات المباشرة
405137785	200801838	115687252	113158336	73432211,8	176882180	
262252188	203894234	374512265	203964322	177203127	91079952,2	
806720949	687235953	611941030	430375485	317911002	325866709	الضرائب
260244807	447237169	227548551	243920269	357495344	321059037	الديون الاخرى الجارية
0	-13511558,3	-	-9662738,73	-3312626,1		خزينة الخصوم
3999189003	3729746603	3809675534	3514475651	3664018334	2640159054	مجموع الخصوم الجارية 3
7399250399	7036429187	7107244381	6554707901	6630436870	5854667627	مجموع اجمالي الخصوم

الفهرس

الفهرس

IV.....	الإهداء
V.....	الشكر
VI.....	الملخص
VII.....	قائمة المحتويات
VIII.....	قائمة الجداول
IX.....	قائمة الأشكال
X.....	قائمة الإختصرات والرموز
XI.....	قائمة الملاحق
أ.....	المقدمة العامة
1.....	الفصل الأول : الإطار النظري للأداء المالي والتسعير في البورصة والدراسات السابقة
2.....	تمهيد:
3.....	المبحث الأول : الطرح النظري للأداء المالي والتسعير في البورصة
3.....	المطلب الأول : ماهية الأداء المالي
3.....	الفرع الأول : تعريف الأداء المالي
3.....	الفرع الثاني : أهمية الاداء المالي
4.....	الفرع الثالث : ادوات قياس الأداء المالي
9.....	المطلب الثاني : التسعير في البورصة
9.....	الفرع الأول : أساليب القيد والتداول في البورصة
10.....	الفرع الثاني : تقنيات التسعير في البورصة
11.....	المطلب الثالث : إمتيازات تسعير المؤسسات في البورصة
12.....	المبحث الثاني : الدراسات السابقة
12.....	المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة
12.....	الفرع الأول : الدراسات باللغة العربية
15.....	الفرع الثاني : الدراسات باللغة الأجنبية
15.....	المطلب الثاني : موقع الدراسة من الدراسات السابقة
17.....	خلاصة الفصل
18.....	الفصل الثاني : دراسة تطبيقية لأثر التسعير في البورصة على الأداء المالي

19.....	تمهيد
20	المبحث الأول : عرض منهجية وأدوات الدراسة.....
20.....	المطلب الأول : المنهج، مجتمع وعينة الدراسة.....
20	الفرع الأول : المنهج المتبع في الدراسة.....
20.....	الفرع الثاني : إختيار مجتمع وعينة الدراسة.....
22.....	المطلب الثاني : مصادر البيانات والأدوات المستخدمة في الدراسة.....
22.....	الفرع الأول : مصادر البيانات.....
23.....	الفرع الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة.....
23.....	المبحث الثاني : عرض النتائج ومناقشتها.....
23.....	المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة.....
23.....	الفرع الأول : تحليل التوازن المالي.....
26.....	الفرع الثاني : عرض مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات مجال الدراسة.....
28.....	الفرع الثالث : التحليل القارن لأثر التسعير في البورصة على الأداء المالي للمؤسّتين مجال الدراسة.....
33	المطلب الثاني : مناقشة نتائج الدراسة.....
34.....	خلاصة الفصل.....
35.....	الخاتمة العامة.....
38.....	قائمة المرجع.....
41.....	الملاحق.....
48.....	الفهرس.....

