

**دور المعلومات المحاسبية في تفسير القيمة السوقية  
للشركات المدرجة في البورصة  
دراسة حالة فندق الأوراسي 2004 - 2011 \***

**أ. كسري أسماء \*\***  
**د. صالح محمد يزيد \*\*\***

---

\* تاريخ التسليم: 2014 /11 /12م، تاريخ القبول: 2015 /3 /7م.  
\*\*\* أستاذ مساعد«ب» / مسجلة بالسنة الرابعة دكتوراه/ كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير / جامعة باجي مختار عنابة/ الجزائر.  
\*\*\* أستاذ مساعد«ب» / جامعة باجي مختار عنابة/ الجزائر

**The role of accounting information in the interpretation of the market value of listed companies in the stock market Aurassi Hotel case study (2004 - 2011)**

**Abstract:**

This study aimed to identify the role of a number of accounting variables on shares of companies listed on the Algeria Securities Exchange. The study sample included Aurassi hotel for the time period between the years 2004 – 2011. To achieve the objectives of the study and to test the hypotheses, have been building multiple regression models between the different independent variables (profitability indicators, capital structure, liquidity, and indicators of the relative importance of shares) and the market value of share as the dependent variable by using statistical package program SPSS. The regression model confirms a strong significant relationship between the market value of shares and the indicators of profitability ( $R=0.96$ ), and the relative importance of shares ( $R=0.96$ ).

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

**Keywords:** profitability indicators, Indicators of capital structure, liquidity indicators, Indicators of the relative importance of shares, the market value of shares, and the multiple regression model.

**ملخص:**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على دور المؤشرات المحاسبية في تفسير أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر. وقد شملت عينة الدراسة فندق الأوراسي للفترة الزمنية الممتدة من 2004 إلى غاية 2011. ولتحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها تم بناء نماذج انحدار متعددة بين مختلف المتغيرات المستقلة (مؤشرات الربحية، هيكل رأس المال، السيولة، ومؤشرات الأهمية النسبية للسهم)، والقيمة السوقية للسهم كمتغير تابع باستخدام برنامج الرزمة الإحصائية SPSS. وقد توصلت نتيجة نموذج الانحدار إلى وجود علاقة معنوية قوية بين القيمة السوقية للأسهم ومؤشرات الربحية بمعامل ارتباط يقدر بـ (0.96)، ومؤشرات الأهمية النسبية للأسهم بمعامل ارتباط يقدر بـ (0.96).

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

**الكلمات الدالة:** مؤشرات الربحية، مؤشرات هيكل رأس المال، مؤشرات الأهمية النسبية للسهم، مؤشرات السيولة، القيمة السوقية للأسهم، نموذج الانحدار المتعدد.

## أهداف الدراسة:

◆ فحص القدرة التفسيرية لبعض النسب المستخرجة من الكشوف المالية.

◆ بيان أهم المتغيرات المحاسبية التي يمكن الاعتماد عليها في تقييم أداء المؤسسات، و العمل على الاهتمام بها مستقبلا في عملية التنبؤ بالقيمة السوقية للسهم.

## أهمية الدراسة:

تكمّن أهمية الدراسة في أنها أولى الدراسات من هذا النوع من أجل إيجاد العلاقة السببية بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية لأسهم إحدى أهم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، بالإضافة إلى توعية المستثمرين بأهمية تحليل الكشوف المالية، واستخراج أهم المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها عند اتخاذ القرار الاستثماري في بيئة تفتقد للثقافة الاستثمارية.

## فرضيات الدراسة:

◆ H<sub>01</sub>: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشرات الربحية والقيمة السوقية للسهم.

◆ H<sub>02</sub>: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشرات هيكل رأس المال والقيمة السوقية للسهم.

◆ H<sub>03</sub>: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشرات قياس الأهمية النسبية للسهم وقيمته السوقية.

◆ H<sub>04</sub>: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشرات السيولة والقيمة السوقية للسهم.

## الاطار النظري والدراسات السابقة

### أولا - الاطار النظري

1. أهم نماذج تقييم الأسهم العادية:

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

ويعرف السهم العادي بأنه «أداة ملكية ذو صفة مالية قابل للتداول، لحامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في موجودات المؤسسة، والمثبتة في شهادة السهم» (التميمي، 2010، ص154).

و تمثل القيمة السوقية للسهم القيمة النقدية المدفوعة من قبل المستثمر عند أية لحظة زمنية معينة، وتعد المؤشر الذي يُرتكز عليه في اتخاذ قرارات البيع والشراء وتقييم المؤسسة، وتعكس ما يتم تحقيقه من أرباح أو خسائر وقدرتها على النمو، وكلها عوامل إذا تحققت تزيد من القيمة السوقية للأسهم ويزيد الإقبال عليها (بن ساسي وقريشي، 2006، ص438).

## مقدمة:

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

وبالرغم من تباين أهداف المستثمرين من وراء استثمارهم في الأوراق المالية، إلا أن الهدف العام والأكثر شيوعا والمرتبط بطبيعة الاستثمار أيا كان نوعه هو المتعلق بتعظيم المكاسب، أي زيادة قيمة ومردودية هذه الأوراق، لذلك فإن هؤلاء يحتاجون إلى استخدام أساليب تمكنهم من اتخاذ قرارات رشيدة لتقييم الأوراق المالية (لاشين، 2001، ص219).

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

ومن الأمور المستقرة في الأسواق المالية أن المعلومات المحاسبية ذات قيمة بالنسبة للمستثمرين في سوق الأسهم، فهي تعبر عن المحتوى الاعلامي للرسالة الإعلامية المحاسبية، والمتمثلة في مجموعة التقارير والكشوف المالية، إذ تؤدي دورا مهما في تنشيط السوق وتحقيق كفاءته، من خلال توفير المعلومات المتعلقة بحقيقة ما تعرضه الكشوف والتقارير المالية للمؤسسات من مراكز مالية وأرباح محققة، لذلك ازداد اهتمام المحاسبين في السنوات الأخيرة بتوفير المعلومات المحاسبية التي يستفيد منها مستخدموها من الفئات المتعددة.

## مشكلة الدراسة:

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

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

2. طبيعة المعلومات التي يحتاجها المستثمرون في السوق المالي:

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

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

### 1 - 2 - الميزانية العمومية:

تعرف أيضا بقائمة المركز المالي، وهي جدول ذو عمودين مخصص لأرصدة السنة السابقة بالإضافة الى السنة الحالية، وتساعد المستخدم في التعرف على الوضع المالي للمؤسسة في لحظة معينة.

### 2 - 2 - جدول حساب الأرباح والخسائر:

هي أكثر الكشوف المالية أهمية، وتكون الأعباء فيه مرتبة حسب طبيعتها، وفيها أرصدة السنة السابقة والحالية، ويتم فيها التقرير عن نتائج نشاط المؤسسة، وتبيان القدرة الكسبية عن فترة زمنية معينة، إذ يهتم المستثمر عادة بالنتيجة المتمثلة في صافي الربح الذي يحسب من خلاله ربح السهم (خنفر والمطارنة، 2011، ص ص 37، 29).

### 2 - 3 - جدول التدفق النقدي:

يتضمن التغيرات التي تحصل في الميزانية العمومية أو جدول حساب الأرباح والخسائر، وتعكس حركة التدفقات النقدية واتجاهاتها، بحيث تعطي للمستثمر فكرة عن توفر السيولة النقدية.

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

3. المعلومات المحاسبية المفصّل عنها في بورصة الجزائر وعلاقتها بالقيمة السوقية للأسهم:

### 1 - 3 - لمحة عن بورصة الجزائر:

جاءت فكرة إنشاء سوق الأوراق المالية الجزائرية إثر الإصلاحات التي أعلن عنها سنة 1987، لتتوالى بعدها عدة قوانين ومراسيم تشريعية اقتصادية، لتتوج بصور المرسوم التشريعي رقم 93 / 10 المؤرخ في 23 / 05 / 1993، الذي يقضي إنشاء بورصة للقيم المنقولة في الجزائر، التي لم تظهر للوجود إلا سنة 1996 لتباشر نشاطها الفعلي في 13 سبتمبر 1999 (التقرير السنوي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، 2010).

وتقوم المؤسسات المقيدة في بورصة الجزائر بنشر العديد من المعلومات بأشكال ووسائل مختلفة مثل: التقارير،

ويوجد العديد من النماذج لتقييم الأسهم العادية، إلا أن أهمها مايلي:

### 1 - 1 - نموذج خصم توزيعات الأرباح:

نموذج خصم توزيعات الأرباح الذي قدمه J.B Williams عام 1938 من أكثر النماذج تمثيلا للقيمة الحقيقية للسهم العادي. فبموجب هذا النموذج، تكون قيمة السهم مساوية للقيمة المخصومة لتوزيعات الأرباح بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، وفقا للمعادلة الآتية (التميمي، 2010، ص 194):

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

حيث:

V: القيمة الحالية للسهم العادي.

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

K: معدل العائد المطلوب (معدل الخصم).

انطلاقا من المعادلة السابقة، يمكن تطبيق نموذج خصم توزيعات الأرباح وفق عدة حالات وافتراضات، هي (سويس، 2007، ص 113):

- تدفقات متساوية في كل سنة بمعدل نمو صفري.

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

- تدفق ينمو بمعدل نمو غير ثابت.

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

تعد نسبة مضاعف ربحية السهم أو مكرر الربحية من أهم نسب تقييم الأسهم وأكثرها شيوعا بين أوساط المتداولين، إذ إنها امتداد طبيعي لنسبة نصيب السهم من الأرباح المتحققة. وتستخدم على نطاق واسع من جانب المحللين الماليين للتعرف على الأسعار النسبية للأسهم، وتحدد هذه النسبة عدد المرات التي يجب أن يحصل فيها المساهم على الأرباح، ليغطي القيمة السوقية التي دفعها للحصول على هذا السهم، وتنعكس من خلال السعر السوقي للسهم على ربحيته، حيث من السهل الحصول على سعر السهم السوقي لكن هناك صعوبة في الحصول على ربحية السهم، وللتغلب على ذلك يلجأ المستخدمون للاعتماد على ربحية السهم التي يتم احتسابها من الكشوف المالية المنشورة (الخطيب، 2010، ص 81).

ويمكن كتابة مضاعف ربحية السهم كالآتي:

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

المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية للسهم من خلال دورها في تخفيض درجة عدم التأكد المحيطة باتخاذ القرار الاستثماري، واستخدامها كمداخلات لنماذج تحليل العوامل الأساسية والتنبؤ بالقيمة الحقيقية للسهم، مما ينعكس أثره على الاختيار الأمثل لمحفظة الأوراق المالية (المبهي، 2006، ص 26).

وفي إطار الفكر المالي المعاصر، يرجع التغيير في سعر أو عوائد الأسهم إلى محتوى المعلومات المحاسبية المفصح عنها التي قد تفسر التغيرات المتوقعة أو غير المتوقعة في أداء المؤسسة، والتي تقود بدورها إلى تغيرات في القيمة السوقية للأسهم، لأنها تمكن المستثمرين والمحللين والسماسرة من الإفادة منها في التنبؤ بالأحداث المتوقعة في المستقبل، وبالتالي اتخاذ قرار الشراء أو البيع.

وفي هذا السياق أكدت العديد من الدراسات على منفعة المعلومات التي تحتويها الكشوف المالية، سواء الربح المحاسبي نفسه أو مكوناته في تفسير الاختلافات في العائد السوقي، متمثلة أساسا في التغيير في أسعار الأسهم، باعتبار أن هذه الأخيرة سوف ترتفع أو تنخفض قياسا بأرباح المؤسسة أو خسائرها، وبناء عليه فإن قرارات الشراء والبيع تعتمد بشكل أساسي على معدلات النمو المتوقعة بالأرباح المحاسبية. فقد بينت البحوث السابقة أن القوة التفسيرية لنموذج الانحدار تزيد بزيادة نافذة العائد، أي الفترة التي يتم فيها تجميع العائد السوقي (الدهراوي، 2006، ص 312).

لذا يمكن القول إن الإفصاح عن المعلومات المحاسبية يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق من حيث تحديد الأسعار المناسبة للأسهم، وتحقيق التوازن بين درجة المخاطرة والعائد الذي يحققه السهم (الدهراوي، 2006، ص 19)، وذلك انطلاقا من الدراسات السابقة التي توصلت إلى وجود علاقة تفسيرية بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية للأسهم، لأن الأرقام المحاسبية التي يتم الإعلان عنها بموجب البيانات والتقارير المالية إذا ما أحسن المستثمر قراءتها سوف تساعده على اتخاذ القرار.

وبالتالي يمكن القول إن التقلبات في القيمة السوقية للأسهم هي دالة لمحتوى الإفصاح عن المعلومات المحاسبية، كون هذه الأخيرة بالإضافة إلى كفاءة السوق تعد المحرك الرئيسي لآلية العرض والطلب على الأسهم في السوق المالي (Ball and Brown, 1968).

## ثانيا - الدراسات السابقة

### الدراسات العربية:

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

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المالية والمحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، وتلك العوامل هي نسبة العائد على حق

المطبوعات، الجرائد...، إذ ألزمها القانون بنشر كافة المعلومات المتعلقة بنشاطها، من بينها المعلومات المحاسبية وغيرها من المعلومات المتاحة لعامة الناس (جبار، 2007، ص 87).

على غرار باقي بورصات العالم تشتمل بورصة الجزائر على مجموعة من المتدخلين، وهم (عثماني وشعابنية، 2012، ص 11 - 12):

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (C.O.S.O.B):

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

- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة: (S.G.B.V.M)

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

- المؤتمن المركزي للسندات:

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

- المصدرون (Issuers)

عبارة عن أشخاص معنويين في شكل مؤسسات مساهمة، تتدخل من أجل تمويل نشاطاتهم، وتتم تدخلاتهم في البورصة بتقديم عرض عمومي للإدخار.

- الوسطاء في عمليات البورصة: (I.O.B)

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

3 - 2 - علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية للسهم:

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

لقد أخذ موضوع المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية، وأثره على القيمة السوقية حيزا بارزا في العلوم المالية والمحاسبية، نظرا لقدرة هذا المدخل على ربط الأرقام المحاسبية بعملية تقييم الأوراق المالية وتحديد قيمتها السوقية.

وتتمثل أهمية التقارير المالية في توفيرها لمعلومات محاسبية تساعد المستثمرين على إجراء التنبؤات، وتبرز علاقة

التي تم الإفصاح عنها من قبل هذه المؤسسات في الفترة 1995 - 2003. وقد توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها:

- أن المعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير المحاسبية تؤثر بشكل واضح في قرارات المستثمرين بالسوق.
- أن المعلومات المحاسبية والمالية المنشورة لا تعد كافية للمستثمرين داخل السوق، ومن ثم فإن قرارهم الاستثماري يخضع في بعض الأحيان إلى التوجه الشخصي وليس العقلاني.
- هناك تباين في مدى تأثير العوامل المحاسبية على سعر السهم حسب كل قطاع.

دراسة (دادن عبد الوهاب، بديدة حورية، 2011)

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤشرات المؤشر CAC40، وذلك في وجود قرارات مالية أخرى ودراسة تأثير المحتوى الإعلامي لهذه السياسة على القيمة، وقد شملت عينة الدراسة 33 مؤسسة مسجلة في بورصة باريس والمنتمية لمؤشر CAC40، ولمعالجة هذا الموضوع استخدم الباحثان أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، وذلك لاختبار العلاقة بين المتغير التابع (متوسط سعر السهم للمؤسسة خلال الفترة 2008 إلى 2010) والمتغيرات المستقلة (نصيب السهم من التوزيعات النقدية، إعادة شراء الأسهم، ربحية السهم الواحد)، وذلك بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيراً لسياسة توزيع الأرباح النقدية على قيمة المؤسسة. ولا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على القيمة، بالإضافة لعدم وجود تأثير المحتوى الإعلامي لهذه السياسة على قيمة مؤشرات المؤشر.

#### الدراسات الأجنبية:

دراسة (Ball and Brown, 1968):

تعد من الدراسات الرائدة في هذا المجال، حيث هدفت إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المتوقعة وأسعار الأسهم لـ 261 مؤسسة مدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية، خلال الفترة 1957 - 1965. إذ ركزت على اختبار فرض أن الأرباح المنشورة تكون مفيدة إذا رافق إصدار القوائم المالية السنوية تغيرات في سعر الورقة المالية، وقد توصلت إلى أن نشر أرقام الربحية في القوائم المالية السنوية لها ردود فعل لدى المستثمرين تنعكس على أسعار الأسهم وحجم التداول.

دراسة (Board and Day, 1989):

تناولت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعارها لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق لندن للأوراق المالية خلال الفترة 1964 - 1975. وقد توصلت إلى أن هناك علاقة بين عوائد الأسهم وأسعارها لجميع الشركات محل الدراسة.

دراسة (Feltham and Ohlson, 1995):

تناولت العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والمعلومات المحاسبية خاصة المتعلقة بالأنشطة المالية. واستخدمت الدراسة

الملكية، ونصيب السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، ومعدل دوران الأصول، والعائد على إجمالي الأصول. وقد تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الفلسطينية المساهمة العامة والمدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها (10) شركات، وغطت الدراسة الفترة الزمنية الممتدة ما بين الأعوام 2004 - 2008م. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثيراً معنوياً لكل من حصة السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات، والعائد على إجمالي الأصول في أسعار الأسهم في الشركات الصناعية. أما بالنسبة للعائد على حق الملكية، ومعدل دوران الأصول فقد أظهرت النتائج ضعف ارتباطهما مع أسعار الأسهم. ولكن عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد تبين أن هناك تأثيراً معنوياً لمتغيرات الدراسة المستقلة في أسعار الأسهم باستثناء متغيري نسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات فقد استبعدا من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير بينهما. وأكدت الدراسة على أهمية إجراء المزيد من الدراسات لقطاعات اقتصادية مختلفة، وأكدت أيضاً على أهمية زيادة درجة إفصاح الشركات عن المعلومات التي تؤثر في سعر السهم.

دراسة (عبد اللطيف باشيخ، 2005):

حاولت هذه الدراسة التعرف على العلاقة المعنوية بين المتغيرات المحاسبية التي يمكن استخراجها من القوائم المالية ومستويات أسعار الأسهم في السوق السعودي، حيث اعتمد الباحث على بيانات جميع الشركات المساهمة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1999 - 2003، وتناولت أربعة قطاعات: قطاع البنوك، الصناعة، الاسمنت، الخدمات.

توصلت هذه الدراسة إلى:

- وجود علاقة جوهريّة طردية بين ربح السهم وقيّمته السوقية في كل من قطاعي البنوك والصناعة.

- وجود علاقة جوهريّة طردية بين الربح الموزع للسهم وقيّمته السوقية في كل من قطاع البنوك، الخدمات والصناعة.

- وجود علاقة جوهريّة عكسية بين عائد الربح الموزع والقيمة السوقية للسهم في كل من قطاع البنوك، الخدمات والصناعة.

- وجود علاقة جوهريّة عكسية بين العائد على حقوق المساهمين والقيمة السوقية للسهم في كل من قطاع الاسمنت والقطاع البنكي.

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

دراسة (حمزة محي الدين، 2007):

هدفت إلى اختبار منفعة المعلومات المحاسبية لمتخذي القرارات الاستثمارية للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي، فضلاً عن اختبار مدى الاتساق والتجانس في التقارير المحاسبية

دراسة (Reaz Uddin and Zahidur, 2013):

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة محددات أسعار الأسهم في شركات القطاع المالي في سوق دكا (بنغلاديش) للأوراق المالية، بالتطبيق على البنوك، شركات التأمين، وشركات التأجير للفترة الممتدة من سنة 2005 إلى غاية 2011. ولمعالجة اشكالية الدراسة قام الباحثان بتطبيق نموذج الانحدار المتعدد لإيجاد العلاقة بين سعر السهم ومجموعة من المتغيرات المستقلة التي تمثلت في: صافي الربح بعد الضريبة، نسبة الأرباح إلى السعر، صافي قيمة الأصول، ربحية السهم، إلى جانب بعض الأدوات الإحصائية الوصفية باستخدام برنامج SPSS. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين أسعار الأسهم وكل المتغيرات المستقلة.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

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

الإطار التطبيقي:

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

1. البطاقة الفنية لفندق الأوراسي:

وتعد هذه المؤسسة من المؤسسات الرائدة في القطاع الخدماتي، لأنها استطاعت أن تكون من بين المؤسسات الأولى المدرجة في البورصة، إذ تم تحويل ملكية مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى الشركة القابضة للخدمات بموجب المرسوم 95 - 25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة (زرغون، 2013، ص 109).

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

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

لقياس المؤشرات المحاسبية القيمة الدفترية للسهم، ربح السهم، الربح الموزع، الأصول الثابتة، المصروفات، المطلوبات، صافي الدخل من الأنشطة الجارية. وقد اعتمدت على أسلوب الانحدار الخطي، إذ استخلصت وجود علاقة معنوية بين القيمة السوقية للسهم، والمتغيرات المحاسبية المعبرة عن الأنشطة المالية المختلفة.

دراسة: (Mohammad Reza Kohansal et al, 2013)

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين النسب المالية المتمثلة في: نسب السيولة، ونسب النشاط (معدل دوران الأصول)، ونسب الربحية) معدل العائد على الأصول، والعائد على حقوق المساهمين)، والرافعة المالية) الديون (، وأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة إيران، وقد شملت عينة الدراسة مجموعة من شركات صناعة المواد الغذائية المدرجة في بورصة إيران، وأجريت هذه الدراسة خلال الفترة 1992 - 2010، ولمعالجة الموضوع قام الباحثون بتقدير معاملات النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى، وتحديد العدد الأمثل من المتغيرات إضافة إلى معرفة العلاقة بين النسب المالية، وأسعار الأسهم باستخدام نموذج VAR، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة السيولة والعائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين وأسعار الأسهم، بالإضافة إلى وجود تأثير لمعدل دوران الأصول على تقلبات الأسعار.

دراسة (Placido Menaje, 2012):

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

دراسة (Quirin and Allen, 2000):

اهتمت بدراسة العلاقة بين الأداء الاقتصادي للمؤسسات الذي يعكسه حجم الأرباح المحققة والقيمة السوقية للسهم، بالتركيز على التحليل الأساسي للقوائم المالية المنشورة للتنبؤ بإجمالي عائد السهم. وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير جوهري للمعلومات المحاسبية والمتعلقة بالربحية على الأسعار السوقية للأسهم، فهذه المعلومات لها تأثير معنوي ومرتفع في التنبؤ بحركة أسعار الأسهم، إذ يعتمد التنبؤ بالأسعار أيضا على البيانات التاريخية للأرباح والقائمة على نماذج السلوك العشوائي، كما أضافت الدراسة أن مؤشرات الربحية خاصة مؤشر العائد على السهم ومؤشر مضاعف الربحية، من أهم المؤشرات المحاسبية للتنبؤ بالقيمة السوقية للسهم.

## متغيرات الدراسة:

### 4 - 1 - المتغير التابع:

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

متوسط القيمة السوقية للسهم = (الحد الأعلى + الحد الأدنى) / 2

### 4 - 2 - المتغيرات المستقلة:

تم التعبير عن المتغيرات المستقلة بمؤشرات محاسبية على النحو الآتي:

#### مؤشرات الربحية:

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

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

- معدل دوران إجمالي الأصول ( $X_3$ ): يعبر عن مدى قدرة المؤسسة على استغلال الأصول لتحقيق المبيعات، ويحسب بقسمة صافي المبيعات على إجمالي الأصول (الشواورة، 2008، ص 236).

#### مؤشرات هيكل رأس المال:

- نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ( $X_4$ ): تحسب بقسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول.

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

#### مؤشرات قياس الأهمية النسبية للسهم:

- الربح الموزع للسهم ( $X_6$ ): تحسب بقسمة الأرباح الموزعة على عدد الأسهم العادية. (باشيخ، 2005، ص 187)

- العائد على السهم ( $X_7$ ): يعد هذا المؤشر أساسا لتقييم ربحية السهم، ويحسب بقسمة صافي الربح على عدد الأسهم العادية.

- مضاعف الربحية ( $X_8$ ): تحدد هذه النسبة عدد المرات التي يجب أن يحصل فيها المساهم على الأرباح ليغطي القيمة السوقية التي دفعها للحصول على هذا السهم، وتحسب بقسمة السعر السوقي للسهم على ربحية السهم. (الخطيب، 2010، ص 81)

#### مؤشرات السيولة:

- نسبة التداول ( $X_9$ ): تحسب بقسمة الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة.

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

- سعر العرض: 400 د.ج.

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

- IOB المرافق: الراشد المالي.

- IOB المكلفين بتعبئة أوامر الشراء: الراشد المالي، (S.O.F.I.C.O.P)، (S.O.G.E.F.I) و (S.P.D.M)

تم تقسيم العرض Segmentation of the offer إلى 60 % مخصص للأشخاص المادية، في حين 20 % منه يرجع للأشخاص المعنوية والتجار، 15 % لصالح البنوك والتأمينات والمؤسسات المالية، والباقي 5 % لصالح عمال الفندق (حمداوي، 2008، ص 276).

#### 2. الاختبارات الإحصائية:

سوف يتم الاعتماد في اختبار النموذج على الاختبارات الإحصائية التالية (باشيخ، 2005، ص 178):

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

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

وسوف يتم رفض فرضيات العدم السابقة إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية 0.05.

#### 3. النموذج المستخدم:

سوف يتم اختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة من خلال نموذج الانحدار المتعدد، وفقا للمعادلة التالية:

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

ويمكن كتابة معادلات الانحدار المتعدد التقديرية كالتالي:

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

$$Y = a + b_4X_4 + b_5X_5$$

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

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

Y: المتغير التابع ويمثل القيمة السوقية للسهم العادي.

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

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

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

للسهم.

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



- نسبة السيولة السريعة ( $X_{10}$ ): تحسب بقسمة الأصول المتداولة مع اعدا المخزون على الخصوم المتداولة. والمتعلقة بفندق الأوراسي للفترة 2004 - 2011، تم حساب المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، والجدول (1) يوضح ذلك.

### خامسا - عرض و تحليل النتائج

انطلاقا من القوائم المالية المنشورة في بورصة الجزائر،

جدول (1):

متغيرات النموذج

السنة	Y	مؤشرات الربحية			م. هيكل رأس المال			م. قياس الأهمية النسبية للسهم			م. السيولة	
		$X_3$	$X_2$	$X_1$	$X_5$	$X_4$	$X_6$	$X_7$	$X_8$	$X_9$	$X_{10}$	
2004	270	0,28	0,019	0,07	0,33	0,51	35	59,42	4,54	0,83	0,73	
2005	282,5	0,29	0,021	0,08	0,38	0,51	40	78,81	3,58	0,89	0,80	
2006	357,5	0,29	0,024	0,12	0,40	0,48	45	113,28	3,16	0,94	0,82	
2007	402,5	0,29	0,021	0,11	0,33	0,47	47	114,65	3,51	0,67	0,98	
2008	427,5	0,30	0,020	0,11	0,31	0,44	49	124,87	3,42	1,19	1,10	
2009	450	0,24	0,018	0,12	0,30	0,39	50	138,33	3,25	1,97	1,79	
2010	485	0,16	0,005	0,01	0,56	0,34	15	18,79	25,81	0,41	0,36	
2011	485	0,01	0,000	0,05 -	0,30	0,56	0	0,00	0,00	1,23	1,04	

المصدر: محسوب من طرف الباحثة انطلاقا من التقارير المالية السنوية المنشورة في موقع بورصة الجزائر.

جدول رقم (3):

تحليل التباين للنموذج 1

Model	Sum of squares	ddl	Mean squares	F	Sig.	
1	Regression	45202,107	3	15067,369	12,497	,017 <sup>a</sup>
	Residue	4822,893	4	1205,723		
	Total	50025,000	7			

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

- قيمة فيشر المحسوبة  $F_{5\%,3,4} = 12,497$ ، وهي أكبر تماما من قيمة فيشر الجدولية  $F_{tab} = 6,59$  عند مستوى معنوية (0,05)، مما يعني قبول النموذج عند مستوى معنوية (5%).

ويمكن كتابة معادلة نموذج الانحدار المتعدد كالاتي:

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

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

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

- وجود علاقة جوهرية طردية بين معدل العائد على الأصول ( $x_1$ ) والقيمة السوقية للسهم.

- وجود علاقة جوهرية عكسية بين كل من معدل العائد على حقوق المساهمين ( $x_2$ ) ومعدل دوران إجمالي الأصول ( $x_3$ )،

1. مدى تفسير مؤشرات الربحية للقيمة السوقية للأوراسي:

جدول رقم (2):

جودة التوفيق حسب النموذج 1

Durbin - Watson	Standard error of estimation	R <sup>2</sup> adjusted	R <sup>2</sup>	R	Model
1,804	34,72352	0,831	0,904	0,951 <sup>a</sup>	1

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

يوضح الجدول (2) أن:

- هناك ارتباطا قويا بين القيمة السوقية للسهم والمتغيرات المستقلة المتمثلة في معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق المساهمين، ومعدل دوران إجمالي الأصول، وذلك بمقدار (0,95).

- معامل التحديد  $R^2$  يقدر بـ (0,90)، مما يعني أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر 90% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم، وأن هناك (10%) من التغيرات ترجع لمتغيرات أخرى.

- قيمة داربن واتسن المحسوبة تقدر بـ (1,804)، وهي تقع في حدود منطقة عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين حدود الأخطاء.

Model	Sum of squares	ddl	Mean squares	F	Sig.
1	Total	50025,000	7		

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

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

ويمكن كتابة معادلة نموذج الانحدار المتعدد كالتالي:

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

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

ومن الملاحظ:

- وجود علاقة جوهرية عكسية بين الربح الموزع للسهم ( $X_6$ ) والقيمة السوقية للسهم.

- وجود علاقة جوهرية طردية بين كل من العائد على السهم ( $X_7$ ) مضاعف الربحية ( $X_8$ )، والقيمة السوقية للسهم.

4. - مدى تفسير مؤشرات السيولة للقيمة السوقية

للأوراسي:

جدول رقم (7) :

تحليل التباين للنموذج<sup>4</sup>

ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of squares	ddl	Mean squares	F	Sig.	
1	Regression	26255,720	2	13127,860	2,762	0,156 <sup>a</sup>
	Residue	23769,280	5	4753,856		
	Total	50025,000	7			

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

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

## نتائج الدراسة

توصلت هذه الدراسة الى عدة نتائج يمكن اجمالها في

مايلي:

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

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

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

والقيمة السوقية للسهم.

2. مدى تفسير مؤشرات هيكل رأس المال للقيمة السوقية

للأوراسي:

جدول رقم (4) :

تحليل التباين للنموذج<sup>2</sup>

ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of squares	ddl	Mean squares	F	Sig.	
1	Regression	6401,905	2	3200,952	0,367	0,710 <sup>a</sup>
	Residue	43623,095	5	8724,619		
	Total	50025,000	7			

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

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

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

جدول رقم (5) :

جودة التوفيق حسب النموذج<sup>3</sup>

Model	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> adjusted	Standard error of estimation	Durbin - Watson
1	0,966 <sup>a</sup>	0,934	0,884	28,78379	2,155

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

من خلال نتائج الجدول (5)، يتضح أن:

- هناك ارتباطاً قوياً بين القيمة السوقية للسهم والمتغيرات المستقلة المتمثلة في الربح الموزع للسهم، والعائد على السهم، ومضاعف الربحية، وذلك بمقدار (0.96) .

- معامل التحديد  $R^2$  يقدر بـ (0.93)، مما يعني أن هذه المتغيرات المستقلة تفسر 93% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للسهم، وأن هناك (7%) من التغيرات ترجع لمتغيرات أخرى.

- قيمة داربن واتسن المحسوبة تقدر بـ (2.155)، وهي تقع في حدود منطقة عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين حدود الأخطاء.

جدول رقم (6) :

تحليل التباين للنموذج<sup>3</sup>

ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of squares	ddl	Mean squares	F	Sig.	
1	Regression	46710,973	3	15570,324	18,793	0,008 <sup>a</sup>
	Residue	3314,027	4	828,507		

## توصيات الدراسة:

1. القيام بإصلاحات اقتصادية حقيقية شاملة تمس مختلف القطاعات.
2. ضرورة التزام المؤسسات بنشر المعلومات المحاسبية المتعلقة بالمؤشرات المالية التي أثبتت العديد من الدراسات أهميتها في عملية اتخاذ القرار.
3. توعية الفرد الجزائري بدور البورصة في تدعيم الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال القيام بحملات توعية بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية.
4. تفعيل وإنشاء مؤسسات مالية متخصصة تتولى وظيفة تحليل القوائم المالية لمساعدة المستثمرين الذين تنقصهم الخبرة المحاسبية في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.
5. مد جسور التعاون بين المؤسسة والجامعة، لأن من شأن الجامعيين والمتربصين أن يسهموا بشكل كبير في إثراء البحث العلمي، وفي بناء المؤسسات، وعدم استخدام سياسة الانطواء على المحيط الخارجي باعتبار المتربصين أهم دخلاء على المؤسسة.
6. زيادة التركيز على البحوث العلمية في مجال الإفصاح المحاسبي على مستوى بورصة الجزائر، وتقييم الأسهم.

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

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

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

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

- قبول فرضية العدم الرابعة، أي أنه لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشرات السيولة والقيمة السوقية للسهم.

- هناك عوامل مؤثرة في القيمة السوقية لسهم الأوراسي، إلا أن هناك تباينا في مدى تأثير هذه العوامل المحاسبية.

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

## الخلاصة:

بينت هذه الدراسة، بما لا يدع مجالاً للشك، وبمستوى ثقة 95% أن هناك علاقة ارتباطية واضحة بين المعلومات المحاسبية المفصح عنها، والقيمة السوقية لسهم فندق الأوراسي. وبالرغم من النتائج المتوصل، إلا أن الحديث عن المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية في اقتصاد مثل الاقتصاد الجزائري لهو أمر صعب.

وفي هذا السياق، تجدر الإشارة إلى أن ضعف نشاط بورصة الجزائر راجع إلى عدة أسباب أهمها: تدني الوعي الاستثماري لدى الفرد الجزائري، وقلة ثقافته المالية خاصة ثقافة البورصة، بالإضافة إلى غياب بعض الهياكل الضرورية لتنشيط السوق المالية، مثل: صناديق الاستثمار، ومصالح إدارة المحافظ المالية، والمقاصة، وغيرها من الهيئات (جبار ومريم، 2008، ص 407).

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

وينتظر أن يساهم النظام المحاسبي المالي في تطوير بورصة الجزائر وتعزيز كفاءتها، حيث أن اعداد التقارير والكشوف المالية وفق معايير المحاسبة الدولية، يجعل المعلومات المحاسبية المفصح عنها ذات جودة عالية وقابلة للقراءة، ما يمنح المؤسسات الجزائرية مزيداً من الفرص في مجالات الاستثمار والتمويل، إذ تنعكس شفافية المعلومات المحاسبية على كفاءة البورصة، والتي تعد شرطاً أساسياً لحسن سيرها بطريقة ناجحة وفعالة.

## المصادر والمراجع:

### أولاً: المراجع باللغة العربية

1. التميمي أرشد فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، الطبعة العربية، دار اليازوري، عمان، 2010.
  2. الخطيب محمد محمود، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار حامد، 2010.
  3. الدهراوي كمال الدين، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006.
  4. الشواورة فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، دار وائل للنشر، عمان، 2008.
  5. الظاهر عبد الله، سام عبد القادر الفقهاء، العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 26، العدد السابع، جامعة مؤتة، الكرك، المملكة الأردنية الهاشمية، 2011.
  6. الميهي عادل عبد الفتاح، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي (دراسة اختيارية حديثة)، ورقة عمل مقدمة للندوة الحادية عشر دور المعلومات المحاسبية في تنشيط أسواق المال، جامعة الملك سعود، 05 - 06 ديسمبر 2006.
  7. باشيخ عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن، العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم، مجلة الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، مجلد 19، العدد 02، 2005.
  8. بن ساسي الياس، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل، عمان، 2006.
  9. جبار محفوظ، اختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999 - 2004: دراسة تجريبية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد العاشر، العدد الأول، 2007.
  10. جبار محفوظ، عديلة مريم، انهيار سوق الأسهم الجزائرية وبدائل الاستثمار (ملحوظة علمية)، دراسات العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد 35، العدد 02، 2008.
  11. حمداوي الطاوس، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر (حالة الجزائر)، رسالة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2007 - 2008.
  12. حمزة محي الدين، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، المجلد 23، العدد 01، 2007.
  13. خنفر مؤيد راضي، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية (مدخل نظري وتطبيقي)، دار المسيرة، عمان، 2011.
  14. دادن عبد الوهاب، بديدة حورية، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC 40، مجلة الباحث، العدد العاشر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.
15. زرقون محمد، العرض العمومي في البورصة وأثره على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسات اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 12، 2013.
  16. سويسي هواري، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 05، 2007.
  17. صبحي محمد أبو صلاح، عدنان محمد عوض، مقدمة في الإحصاء (مبادئ وتحليل باستخدام SPSS)، دار المسيرة، الطبعة الثانية، عمان، 2005.
  18. عثمانى أحسين، سعاد شعابنية، النظام المالي المحاسبي كأحد متطلبات حوكمة الشركات وأثره على بورصة الجزائر، مداخلة ضمن الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر بسكرة، 6 - 7 ماي 2012.
  19. لاشين عبد العاطي محمد منسى، تقييم التسعير السوقي ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق الأسهم المصرية، مجلة البحوث التجارية، العدد الأول، المجلد 23، جامعة الزقازيق، يناير 2001.
  20. التقارير السنوية المنشورة في موقع بورصة الجزائر: [www.COSOB.org](http://www.COSOB.org)
    - Rapport annuel COSOB 2006
    - Rapport annuel COSOB 2008.
    - Rapport annuel COSOB 2011.

### ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

1. R. Ball and P Brown, An empirical evaluation of accounting Income, *Journal of accounting research*, autumn, 1968.
2. J. Board and L. A. Day, The information content cash flow figures, *accounting and business research*, 1989.
3. Feltham, J. Ohlson Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, *contemporary accounting research*, 1995.
4. Mohammad Reza Kohansal Abolfazl Mohseni, Komeil Mahjori Karmozdi, Amir Dadrasmoghaddam, Relationship between Financial Ratios and Stock Prices for the Food Industry Firms in Stock Exchange of Iran, *World Applied Programming*, Vol 3, Issue 10, Iran, 2013.
5. Placido Menaje, Impact of Selected Financial Variables on Share Price of Publicly Listed Firms in the Philippines, *American International Journal of Contemporary Research*, Manila, Philippines, vol 2, no 9, 2012.
6. J. Quirin and A. Allen, The effect of earnings performance on fundamental information analysis, *Journal of business research*, 2000.
7. Md. Reaz Uddin, Zahidur Rahman, Determinants of Stock Prices in Financial Sector Companies in Bangladesh - a study on Dhaka Stock Exchange (DSE), *interdisciplinary journal of contemporary research in business*, University Khulna, Bangladesh, Vol 5, no 3, July 2013.