

## استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية: دراسة حالة بورصة

### الجزائر خلال الفترة 1999-2004

#### ملخص

تعدّ المعلومات المحاسبية من أهم العوامل المؤثرة في حركة الأسواق المالية، لاسيما على أسعار الأسهم. كما يعتبر نشر المعلومات المحاسبية بطريقة سليمة، كما ونوعا، ووفق معايير دولية محددة من المتطلبات الأساسية لتقييد الشركات في البورصات، على اعتبار أن المستثمرين يركزون عليها بشكل أساسي في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية والاقتراض، وبالتالي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية، الأمر الذي يحسن من كفاءة التخصيص. كما تنعكس المعلومات المالية والمحاسبية المنشورة في أسعار أسهم الشركات المقيدة معبرة عن أدائها وصلابتها المالية بكل شفافية ومصداقية.

في هذا الصدد يحاول الباحث في الجزء الأول من الورقة استعراض عملية الإفصاح المالي والمحاسبي مركزا على المعلومات والمعايير المحاسبية الدولية IAS ودورها في توحيد الممارسات المحاسبية كما تتطلبه الأسواق المالية. كما يحلل في الجزء الثاني أثر الإفصاح على الأسواق المالية، لاسيما في تحسين كفاءتها. ليختم البحث بدراسة مدى استجابة بورصة الجزائر وكذا المساهمين للمعلومات المحاسبية التي تنشرها الشركات المقيدة بها.

أ.د. محفوظ جبار

كلية العلوم الاقتصادية  
وعلوم التسيير  
جامعة سطيف  
الجزائر

#### مقدمة Abstract

**لقد** كان لكبر حجم الوحدات الاقتصادية وانتشار فروعها على المستويين الوطني والدولي، لاسيما الشركات المتعددة الجنسية، الأثر البالغ على مبدأ فصل الملكية عن الإدارة الذي ظهر منذ عدة عقود، الأمر الذي زاد من أهمية وسائل الاتصال بين تلك الوحدات وبين مستعملي المعلومات المالية والمحاسبية المنشورة. كما ازدادت أهمية نشر المعلومات بصفة عامة والمعلومات المالية والمحاسبية بصفة خاصة، مع زيادة التعارض

Information is considered to be one of the main triggers of financial market fluctuations. Thus, disclosure of precise and sufficient information in accordance with international transparency standards becomes an essential requirement for listing. Investors' decisions are based, to a large extent, upon reporting, and therefore, face a wide range of alternatives

والتضارب في المصالح بين المساهمين باعتبارهم ملاكا وبين الإداريين الموكلين بإدارة تلك الشركات والوحدات. وهذا ما عرف بتضارب مصالح الوكالة agency conflicts، الذي عادة ما ينتج عنه تكاليف إضافية يتحملها المساهمون، أي تكاليف الوكالة agency costs.

وتلعب المعلومات المنشورة، سواء كانت إجبارية مثل القوائم المالية أو اختيارية مثل توقعات الإدارة حول مستقبل الشركة أو الشركات المعنية، دورا محوريا في التقليل ليس فقط من الفجوة بين مصالح الملاك ومصالح الإداريين وتكاليف الوكالة، وإنما تقلل أيضا من تباين المعلومات information asymetry بين هؤلاء الملاك والإداريين من جهة وبين الأطراف الخارجية المستعملة لتلك المعلومات من جهة أخرى. وعليه تستفيد الإدارة نفسها من المعلومات المحاسبية والمالية التي تعدها في اتخاذ القرارات والأنشطة الداخلية من تخطيط وإنتاج وتمويل

ورقابة واستثمار وغيره، بالإضافة إلى تقييم الأداء لمختلف مراكز المسؤولية بها responsibility centers. كما تستفيد منها الأطراف الأخرى مثل الملاك والموردين والمستثمرين المحتملين والدائنين، والبنوك ووكالات التصنيف rating agencies وكذا الهيئات الحكومية.

وإذا كانت الفئة الأولى من مستعملي المعلومات المحاسبية، أي الإداريون، قريبة نسبيا من مصادر المعلومة، فإن الفئة الثانية من مستثمرين وغيرهم تعتمد بشكل شبه كلي على المعلومات التي توفرها التقارير والقوائم المحاسبية والمالية المنشورة في اتخاذ جل قراراتها. إذ يعتبر النشر الواسع كما ونوعا والمنتظم وفي الوقت المناسب ولكافة الأطراف على قدم المساواة ووفقا للمعايير المحاسبية المتعارف عليها أحد الحقوق الأساسية لتلك الأطراف على الإدارة، ضمانا للشفافية التي تزرع الثقة والمصدقية في تلك المعلومات وبالتالي في الشركة المعنية ككل.

## 1 - الدراسات السابقة

كثيرة هي الدراسات التي تناولت موضوع المعلومات المحاسبية وأثرها على الأسواق المالية، وقليلة هي الدراسات التي تناولت حالة الجزائر، لاسيما في شقه الثاني حيث أن نشاط بورصة الجزائر كان محتشما في الفترة الأولى لانطلاقها قبل أن ينخفض إلى حد يستحيل معه إجراء دراسة مثل هذه المواضيع هناك. على العموم

from which they have to choose the best one and consequently enhance the allocation efficiency. Moreover, financial information is reflected in security prices showing companies performance and financial soundness.

The first part of this paper studies the process of accounting and financial reporting focussing on International Accounting Standards, IAS, and unification of accounting practices required by financial markets legislation. The second part analyses the impact of reporting on financial markets, especially in stimulating market efficiency. The last part investigates the responsiveness of the Algerian stock market as well as shareholders to disclosed information.

سنتعرض لبعض الدراسات من النوعين، أي الدراسات النظرية البحتة وتلك التي تناولت حالة الجزائر.

ركز (Fama, 1965) في دراسته على سؤال جوهرى كان محل خلاف بين الأكاديميين والميدانيين على حد سواء. تمثل في مدى فعالية البيانات التاريخية (الماضية) المتعلقة بأسعار الأسهم في التنبؤ بأسعار هذه الأخيرة في المستقبل. فبعد استعراض نظرية المخططاتيين chartists theory، والتي تعتبر أن سلوك أسعار الأسهم في الماضي غني بالمعلومات التي من الممكن استعمالها في التنبؤ بأسعارها في مستقبل، حلل نظرية السلوك العشوائي theory of random walks لأسعار الأسهم، والتي تقضي بعكس ما جاءت به النظرية السابقة، أي أن أسعار الأسهم المتتالية مستقلة عن بعضها البعض، وأنه لا يمكن استعمال معلومات الماضي في التنبؤ بالمستقبل، أو كما عرف بأن "سلاسل تغيرات الأسعار ليس لها ذاكرة".

وعلى الرغم من المحاولات العديدة لدراسة انعكاس المعلومة في الأسواق المالية، فإن الدراسة التي قام بها كل من (Fama, Fisher, Jensen and Roll, 1969) والمعروفين اختصاراً بـ FFJR، أصبحت تمثل حجر الزاوية أو انطلاق البحوث في هذا الموضوع. حيث ركزت الدراسة على المعلومات المتعلقة بالتوزيعات والأرباح والاشتقاق stock splits والمعلومات الجديدة new information بصفة عامة وأثرها على أسعار الأسهم المتداولة في البورصة. وتوصلت إلى أن تلك الأسعار تتغير بسرعة بمجرد وصول معلومات جديدة إلى السوق، بمعنى أن هذه الأخيرة تستجيب للمعلومات الواردة إليها ومن أهمها المعلومات المحاسبية. عندئذ يقال أن السوق المعنية ذات كفاءة efficient.

وعالج (Liu et al, 1990) مسألة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات والتوجيهات الواردة في العمود الشهير الذي تنشره جريدة وول ستريت تحت عنوان "سمع في الشارع" أي Heard-on-the-Street والمعروف اختصاراً بـ HOTS، حيث توصلت الدراسة إلى أن لهذا العمود أثراً على أسعار الأسهم المدروسة (852 سهماً مدرجة في بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية NYSE & AMEX) في نفس اليوم الذي ينشر فيه. كما لوحظ أن له أثراً طفيفاً ولكن ذو معنوية إحصائية على الأسعار قبل يومين من نشره. توصلت أيضاً إلى أن العوائد غير العادية المرتفعة نسبياً في تلك الأيام قد صاحبها ارتفاع في حجم التداول. كما استجابت أسعار الأسهم بصورة متناسبة symmetric مع التوصيات بالبيع والشراء التي يقترحها العمود. فالمعلومات التي تنشر في هذا الأخير ليس لها تأثير على الأسعار فحسب وإنما لها تأثير على حجم التداول أيضاً. وختتمت الدراسة بالتأكيد على أن التوصيات المتعلقة بالشركات الفردية كان لها تأثير أقوى من تلك التوصيات المتعلقة بمجموعات معينة من الشركات.

وتناول عيد محمود حميدة 2001 الموضوع في بحثين. تعرض في الأول إلى أثر المعلومات المحاسبية على سلوك متخذ قرار الاستثمار في الأسهم مركزاً على طبيعة

ونوعية المعلومات المحاسبية التي تؤثر على سلوك المستثمر في سوق الأسهم. وتوصل إلى أن الأسواق المالية تتأثر كثيرا بالمعلومات المحاسبية، لاسيما تلك المتعلقة بالأرباح الموزعة والتدفقات النقدية بصفة عامة، وأن المعلومات المحاسبية تحتوي على معلومات ذات أهمية كبيرة في تحديد حجم المخاطر والتنبؤ بها. وتناول الباحث في الموضوع الثاني مسألة فعالية الإفصاح المالي ودوره في قياس الأداء المالي للشركات المساهمة السعودية. توصل إلى أن الإفصاح عن المعلومات المالية عملية مستمرة يستفيد منها المستثمرون والعملاء والدائنون والبنوك أو وكلائهم (المحللون الماليون) نيابة عنهم. كما اعتبر أن قياس الأداء المالي للشركة يتم في ظل ثلاث مستويات هي ظروف المنشأة وظروف الصناعة أو القطاع والظروف الاقتصادية الوطنية والدولية أو ما يعرف بالتحليل الأساسي. وبالتركيز أكثر على الشركات السعودية توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح يهدف إلى تقديم المزيد من المعلومات الملائمة التي تفي باحتياجات المستعملين الرئيسيين عند اتخاذ قراراتهم.

واستعان محفوظ جبار 2004 باستبيان حول المعلومات المحاسبية والمالية وغيرها من المعلومات وبعض الأدوات الإحصائية لتحديد مدى تأثير المعلومات الواردة إلى السوق على أسعار الأسهم المدرجة في بورصة الجزائر. توصلت الدراسة إلى أن بعض المساهمين تحصلوا على المعلومات الضرورية لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية بطرق عادية (عبر قنوات مشروعة كالإفصاح العادي)، بينما تحصل البعض الآخر على نفس المعلومات عبر قنوات غير عادية مثل الداخلين أو المطلعين insiders، كما لم يعامل كافة المتعاملين على قدم المساواة في الحصول على تلك المعلومات. من جهة أخرى اتضح أن الكثير من المعلومات المحاسبية التي تم الإفصاح عنها من قبل الشركة محل الدراسة لم تستعمل من قبل المساهمين في اتخاذ قراراتهم عند شراء وبيع الأسهم المعنية. كما اتضح أن هناك معلومات محاسبية ومالية على قدر كبير من الأهمية لم تنعكس في أسعار الأسهم مما يوحي بعدم كفاءة السوق.

وتعرض خليل ع.ر. و عاشور، ع. 2005 إلى أثر تطبيق معايير المحاسبة الدولية على المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية مركزين في ذلك على تطبيق المعيارين الدوليين السابع IAS 7 والثالث والثلاثين IAS 33. فبعد شرح الإطار الفكري للمحاسبة الدولية، بما في ذلك العوامل المؤثرة على المحاسبة الدولية والتوفيق والتوحيد المحاسبي ومساهمة المنظمات المهنية في تحقيق ذلك، تعرض الباحثان إلى المعايير المحاسبية الدولية التي تحظى بالقبول لدى عامة المستعملين، مع التركيز على المعيارين اللذين سبقتا الإشارة إليهما، أي المعيار IAS 7 والمتمثل في "قائمة التدفقات النقدية" والمعيار IAS 33 المتمثل في "ربحية السهم الواحد". في الأخير حاولا تطبيق هذين المعيارين على شركة جزائرية هي مجمع رياض سطيف. توصلت الدراسة إلى أن تطبيق معايير المحاسبة الدولية يحسن من نوعية الإفصاح المالي والمحاسبي للقوائم المالية وملحقاتها وأن تلك المعايير تمتاز بالمرونة للاستجابة للمستجدات المحلية والدولية المتغيرة باستمرار. كما توصلت إلى أن الإفصاح المالي في الجزائر موجه

بالدرجة الأولى إلى مستخدم أساسي واحد هو المصالح الضريبية لتأتي بعد ذلك الأطراف الأخرى.

وعالج (Hanlon et al, 2006) مسألة المحتوى المعلوماتي للتوزيعات *the information content of dividends* وبالضبط هل توفر تلك التوزيعات معلومات كافية لمعرفة اتجاه الإيرادات المستقبلية. فقامت الدراسة بمقابلة العائدات السنوية الحالية *current* للأسهم والعائدات المستقبلية بالنسبة للشركات التي تقوم بتوزيع الأرباح من جهة وبالنسبة لتلك التي لا تقوم بذلك من جهة ثانية. وباستعمال الأدوات الإحصائية الضرورية توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي توزع الأرباح تكون العائدات الحالية فيها مرتبطة بالعائدات المستقبلية أكثر من تلك التي لا توزع. بصفة عامة توصلت إلى أن التوزيعات تتوفر على محتوى معلوماتي مفيد للأسواق وتؤثر على العائدات المستقبلية وتغيراتها.

وتساءل (Baranger et al, 2006) حول المعايير الجديدة لعرض المعلومات المحاسبية والمالية وهل تجعل هذه المعلومات أكثر وضوحا للمستعملين المختلفين. فبعد استعراض تطور عملية توحيد مبادئ الإفصاح على المستوى العالمي لكي تصل بالتقارير والقوائم المحاسبية إلى أن تعكس الوضعية الحقيقية للشركة المفصح عنها وتفي باحتياجات الأطراف المستعملة، شرحت التغييرات الجديدة التي مست مبادئ الإفصاح المطبقة في فرنسا ابتداء من 2003، والتي أدخلت بصورة تدريجية. ولقد رأت أن الأسواق المالية الفرنسية قد استوعبت هذه التغييرات (لاسيما تلك التي أدخلت في 2005)، خلال سنة 2006.

كما عالجت الدراسة الاختلافات بين توصيات اللجنة الأوروبية لمنظمي الأسواق المالية *CESR* ولجنة التداول والأوراق المالية الأمريكية *SEC* وإمضاء مذكرة التفاهم بينهما، حيث نصت على توحيد إجراءات تقييد الشركات في أكثر من سوق، عصرنة تقنيات الإفصاح المالي وإدارة المخاطر. وختمت الدراسة بمسائل مهمة مثل الشفافية ومتطلبات الإفصاح في الشركات المقيدة والتوصيات *directives* الواردة من مختلف الهيئات المهنية المهتمة بالموضوع.

وحاول محفوظ جبار 2007 اختبار الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق المالية الجزائرية. فبعد استعراضه للصيغ الثلاثة للكفاءة، ركزا على الصيغة المتوسطة واختباراتها، لاسيما اختبارها بالمعلومات المحاسبية، شرح الباحث عملية الإفصاح المالي في الشركات المقيدة في بورصة الجزائر. واستعمل بعد ذلك عينة من المعلومات التي اختيرت بصورة عشوائية، والمتمثلة في مجموعة من الإعلانات المنشورة والمتاحة لعامة المتعاملين. ركز في ذلك على المعلومات المحاسبية مثل التوزيعات والأرباح المحققة والخسائر المسجلة وغيرها من المعلومات المتعلقة بالشركات المساهمة المقيدة في بورصة الجزائر. وتوصلت الدراسة إلى أن السوق لم تستجب للمعلومات الواردة إليها، بما في ذلك المعلومات المحاسبية. كما اتضح ارتباط أسعار

الأسهم المتداولة بين الجلسات المتتالية، الشيء الذي أكد عدم كفاءة السوق المالية الجزائرية في صيغتها المتوسطة.

## 2- أهداف الدراسة وأهميتها في الوقت الراهن

تحاول هذه الدراسة معرفة مدى استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية والمالية التي ترد إليها وتغير تلك الأسواق تبعاً لتغير طرق الإفصاح المالي وتقنياته. كما تحاول أن تختبر مدى تغير أسعار الأسهم في بورصة الجزائر نتيجة نشر معلومات محاسبية ومالية متعلقة بالشركات المقيدة.

وتتبع أهمية هذه الدراسة في الوقت الراهن من محاولة جلب انتباه السلطات المالية وسلطات البورصة تحديداً وكذا القائمين على مختلف الشركات الجزائرية ودعوتهم، كل من موقع عمله، لتحسين طرق الإفصاح ونشر المعلومات المحاسبية والمالية الكفيلة بجعل المستثمرين والأطراف الخارجية تركز عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، ومن ثم زيادة شفافية ومصداقية تلك المعلومات والشركات المعنية، مما ينشط السوق، وزيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في أدواتها المالية المتاحة. أما فترة الدراسة فقد اختيرت من 1999 إلى 2004 لتوفر المعلومات من بورصة الجزائر والشركات المقيدة، الأمر الذي سمح بإجراء هذا البحث.

## 3- إشكالية البحث

تعتبر المعلومة سلعة نادرة في عالم تسوده ظروف عدم التأكد. فكلما توفرت المعلومة بصورة منتظمة وغزيرة كما ونوعاً وفي الوقت المناسب كلما كانت القرارات المتخذة على أساسها أكثر فاعلية وأقل خطراً. تتسحب هذه الفكرة بصورة واضحة على أثر المعلومة على الأسواق المالية وما تحدثه من تذبذب في الأسعار وتغيير في المراكز وحتى تحول في اختيارات وقرارات المتعاملين هناك. وعليه ما هي آثار المعلومات المحاسبية والمالية على تطور الأسواق المالية وهل استجابت بورصة الجزائر لمثل تلك المعلومات؟

## 4- البيانات\*

بغرض الوصول إلى نتائج أكثر دقة تم اختيار عينة من المعلومات المنشورة في الجرائد الوطنية بصفة عشوائية والتي ينتظر أن تؤثر على بورصة الجزائر من خلال حركة الأسعار، مركزين في ذلك على المعلومات المحاسبية والمالية. وحسب طبيعة المعلومة (الإعلان)، وحسب اتجاه تأثيرها المنتظر على الأسعار قسمت العينة إلى نوعين أساسيين من المعلومات هي:

أ - **المعلومات السارة** [1] شملت المعلومات المالية والمحاسبية، أي الإعلانات التي عكست الجوانب الإيجابية والنتائج الحسنة التي حققتها الشركات المقيدة خلال مدة

الدراسة، مثل ارتفاع الأرباح وإجراء التوزيعات ومقدار هذه التوزيعات وكل ما من شأنه أن يؤدي إلى تحسن استقرار الشركة المعنية والقطاع الذي تنتمي إليه.

**ب - المعلومات غير السارة [2]** تتكون هذه المعلومات المالية والمحاسبية من الإعلانات التي تناولت في مجملها الجوانب والنتائج السلبية التي سجلت في الشركات المقيدة خلال فترة الدراسة مثل تحقيق الخسائر أو تراجع الأرباح أو غيرها من السلبيات.

من جهة أخرى قسمت المعلومات أيضا حسب طبيعتها إلى معلومات تخص التوزيعات وأخرى تتعلق بالنتائج المحققة من أرباح أو خسائر.

**ج- متغيرات الدراسة.** تنقسم متغيرات هذا البحث إلى نوعين هما:

- **المتغيرات المستقلة** وتتمثل في الإعلانات أو المعلومات المحاسبية والمالية المنشورة في الجرائد لعموم الناس، حول الشركات المساهمة الجزائرية المقيدة في بورصة الجزائر، بغرض اتخاذ القرارات الاستثمارية،

- **المتغيرات التابعة** وتتمثل في سلسلة أسعار أسهم تلك الشركات على مدى الفترة 1999-2004.

إذ كلما نشرت إعلانات جديدة، أي وصلت معلومات إلى السوق، استجابت هذه الأخيرة لتلك المعلومات عاكسة طبيعتها وحجمها.

وتتعلق المعلومات المالية والمحاسبية محل الاختبار، كما سبق وأن أشرنا، من تلك المعلومات التي تنشرها الشركات المساهمة الجزائرية المقيدة في بورصة الجزائر بغرض إعلام المساهمين الحاليين والمحتملين والأطراف الخارجية بصفة عامة. والشركات هي مجمع رياض سطيف (قطاع تحويل الحبوب والصناعات الغذائية) وصيدال (صناعة وتسويق الأدوية) والأوراسي (الخدمات الفندقية).

## 5- أدوات البحث

تم استخدام الأدوات الإحصائية والرياضية الضرورية لإثبات مدى استجابة السوق الجزائرية للمعلومات المحاسبية والمالية التي تصلها، متى دعت الحاجة إلى ذلك. لهذا تم الاستعانة بالمقاييس والمؤشرات الإحصائية الآتية:

- المتوسط الحسابي  $\bar{x}$  لتبيان مستوى الأسعار قبل وبعد نشر الإعلان أو وصول المعلومة،

- الوسيط  $M_e$  لتوضيح المتغير الإحصائي الذي يتوسط سلسلة الأسعار خلال فترة الدراسة، أي قبل وبعد صدور الإعلان في الجرائد، وبالتالي معرفة مستوى الأسعار في الفترتين،

- الانحراف المعياري النسبي %  $\delta$  لمعرفة مدى تشتت أسعار الأسهم قبل وبعد صدور الإعلان، أي معرفة تذبذبها نتيجة وصول المعلومة إلى السوق،
- التكرارات المطلقة والنسبية والجداول الإحصائية،
- اختبار كاي مربع  $\chi^2$ ، حيث:

$$\chi^2 = \sum [(O-E)^2 / E]$$

Where:

O = observed	=	المشاهدات الفعلية
E = estimated	=	التكرارات المتوقعة
$\chi^2$ = the chi-square	=	كاي مربع (ك <sup>2</sup> )
ni = frequency	=	التكرارات المطلقة
fi = relative frequency	=	التكرارات النسبية
df = degrees of freedom	=	درجات الحرية

- من الأمور المنهجية الواجب الإشارة إليها هو أن المؤشرات الإحصائية التي استعملت قد تم حسابها على أساس 4 جلسات، أي على مدى شهر أو أكثر قبل وبعد نشر الإعلان، على اعتبار أن التداول يتم في بورصة الجزائر بمعدل جلسة واحدة أسبوعياً.

- حددت فترة الدراسة، كما سبقت الإشارة إلى ذلك، بالمدة الممتدة من تواريخ تقييد الشركات في السوق المالية الجزائرية وإلى نهاية سنة 2004، على اعتبار أن السوق الثانوية الجزائرية عاشت خلال تلك المدة فترة نشاط معقولة تلتها فترة ركود أشبه ما تكون بالانهيار. كما قسمت فترة الدراسة بالنسبة لكل معلومة ترد إلى السوق إلى فترتين: فترة ما قبل نشر الإعلان (وصول المعلومة إلى السوق) وفترة ما بعد نشره.

- كما استعملنا ... SPSS, E-views, كبرامج مساعدة في عمليات التحليل الإحصائي.

- حصرنا أثر المعلومات في هذه الدراسة على الأسعار فقط دون التعرض لأثرها على مستوى التداول مثلاً أو أي متغير آخر، تماشياً مع موضوع البحث المتمثل في استجابة الأسعار للمعلومات المالية والمحاسبية الواردة إلى السوق.

## 2- الإفصاح المالي والمحاسبي

أكدت كافة التشريعات على أهمية الإفصاح المالي والمحاسبي لدى الشركات المقيدة في البورصات والأسواق المالية وطالبتها بنشر المعلومات المتعلقة بأنشطتها بكل شفافية ومصداقية، الشيء الذي يزيد من تنافسيتها وقبول أوراقها المالية المتداولة وزيادة الطلب عليها. في هذا الإطار تعتبر التقارير والقوائم المالية بمثابة السفير لتلك

الشركات، خاصة إذا ما تذكرنا أن المستثمرين الفعليين والمحتملين قد يكونون من مناطق أخرى كما قد يكونون من دول أخرى غير دولة الشركة المصدرة. فهؤلاء المستثمرين في أسهم الشركات المقيدة لا يركزون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية إلا على ما تنشره تلك الشركات من معلومات، الأمر الذي يجعل هذه الأخيرة ذات أهمية بالغة وأن الشفافية والمصدقية تصبحان من أساسيات نجاح إصداراتها.

وحسب عيد محمود حميدة فإن الإفصاح المناسب يعني أن "تتضمن القوائم المالية وملحقاتها على كافة المعلومات التي تمكن مستخدم هذه القوائم الاعتقاد بأن هذه الأخيرة تمثل بعدالة مركز الشركة المالي ومصادر استخدامات الأموال فيها ... كما تجعل القارئ يثق بأن ما عرض في القوائم المالية وملحقاتها هي معلومات تساعده في تقويم أداء الشركة التي يرغب في اتخاذ قرار بشأنها (1) .

وعليه فإن الإفصاح هو نشر الحقائق المالية والمحاسبية التي من شأنها أن تؤثر في رأي أو الحكم الشخصي لقارئها، باعتباره من المستثمرين الواعين أو الحاصلين على المعلومة informed. إذ تعتبر القوائم والتقارير المالية الأداة الأساسية التي يتم من خلالها إيصال المعلومات لهؤلاء المستثمرين والأطراف الخارجية بصفة عامة.

من الناحية التاريخية فقد طلبت سلطات بورصة نيويورك NYSE في الستينات من القرن التاسع عشر (1860's) من الشركات المساهمة التي ترغب في التقييد listing نشر المعلومات المحاسبية والمالية الضرورية لتتوير المستثمرين، مركزة في ذلك على الميزانية وقائمة الدخل income statement & balance sheet. وبعد الدخول إلى السوق أعطي للشركات المقيدة، بالإضافة إلى ذلك، الخيار في نشر المعلومات غير الإجبارية. وحوالي سنة 1900 فرضت نفس السلطات على الشركات المقيدة الإفصاح السنوي الدوري للقوائم والتقارير المالية، والتي تم توحيدها حوالي سنة 1910. فرضت عليها بعد ذلك الإفصاح نصف السنوي semiannual reporting في 1914 وربع السنوي quarterly في بداية 1926. توالى بعد ذلك التشريعات المتعلقة بمتطلبات الإفصاح المالي والمحاسبية، سواء في الولايات المتحدة أو في بقية أنحاء العالم إلى أن وصل مستوى الإفصاح إلى ما هو عليه الآن من الشفافية والمصدقية (2).

## 1-6- المعلومات والمعايير المحاسبية

المعلومات المحاسبية هي تلك البيانات الكمية التي تعكس كافة الأنشطة التي تقوم بها الشركة، أي ترجمة صادقة إلى حد ما لتلك الأنشطة إلى أرقام ومقادير كمية. تظهر هذه المعلومات في التقارير والقوائم المحاسبية التي تنشرها الشركات لإعلام الأطراف الخارجية. فيحاول المديرون، لاسيما المديرون الماليون تقديم تلك المعلومات في أوضح الصور حسب معايير وطرق محددة، كما سنرى فيما بعد بشيء من التفصيل.

### 1-1-2- المعلومات المحاسبية والمالية

تحاول تلك التقارير والقوائم إعطاء صورة أقرب ما تكون إلى الحقيقة حول الأوضاع الفعلية للشركات ومركزها المالي وأدائها الحالي والمستقبلي، الأمر الذي يساعد أطرافاً عديدة في الاستفادة من تلك المعلومات في اتخاذ القرارات المختلفة، خاصة فيما يتعلق بالاستثمار والاقتراض. هذا يحتم على القائمين على الأنظمة المحاسبية للشركات المعنية اتباع سياسات ملائمة في إعداد تلك القوائم والتقارير، الشيء الذي يتيح فرص المقارنة بين أداء الشركة في السنوات المتتالية أو بين الشركات المختلفة.

وتتمثل المعلومات التي يجب على الشركات الإفصاح عنها في القوائم والتقارير المالية والمحاسبية في (3):

أ- **المعلومات العامة** مثل اسم الشركة وموطنها أو جنسيتها، الفترة التي تغطيها القوائم وتاريخ الميزانية، الشكل القانوني لها وطبيعة نشاطها والعملة التي أعدت بها القوائم وغيرها من المعلومات التي من شأنها أن تجعل تلك القوائم واضحة وسهلة الفهم،

ب- **المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في الميزانية**. تتكون بدورها من البنود التالية:

- معلومات عامة مثل القيد على ملكية الأصول والضمانات وطرق تمويل المعاشات،

- المعلومات المتعلقة بالأصول طويلة الأجل بما في ذلك فصل بنودها واهلاكها،

- المعلومات المتعلقة بالأصول المتداولة،

- المعلومات المتعلقة بالالتزامات طويلة الأجل مثل القروض طويلة الأجل،

- المعلومات المتعلقة بالالتزامات قصيرة الأجل مثل القروض قصيرة الأجل،

- الالتزامات الأخرى والمخصصات مثل الضرائب المؤجلة والإيرادات المقدمة ومخصصات المعاشات،

- حقوق المساهمين التي تتمثل في كل ما يتعلق بالأسهم والاحتياطات والأرباح المحتجزة.

ج- **المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في قائمة الدخل**، أو جدول حسابات النتائج. تتمثل في إيرادات المبيعات والمصاريف التي تتحملها والفوائد التي تحصل عليها الشركة وإيرادات الاستثمار وغيرها من بنود هذه القائمة التي تعكس في نهايتها صافي الدخل أو صافي الربح.

د- **المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في قائمة التدفقات النقدية** cash flows statement. هي كافة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من وإلى الشركة، أي

المدفوعات والمتحصلات النقدية للشركة خلال فترة معينة. فتشمل المعلومات على أساس نقدي عن الأنشطة الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية لها، الأمر الذي يسمح بالحكم على قدرة الشركة على توليد تدفقات صافية والوفاء بتعهداتها المالية.

**هـ قائمة الأرباح المحتجزة،** تحتوي على البيانات المتعلقة بالأرباح المحتجزة وتفصيل بنودها، لاسيما أرباح السنة الحالية التي لم يتم توزيعها والأرباح المتراكمة للسنوات السابقة. ويضيف البعض لهذه القوائم والتقارير قائمة الأنشطة التشغيلية .operating activities

على العموم يجب أن تمتاز المعلومات المحاسبية والمالية المنشورة ببعض الخصائص الأساسية مثل الملاءمة (علاقة وطيدة بين المعلومة والغرض)، والمصدقية والقابلية للمقارنة والتوقيت المناسب وبساطة الفهم. فكلما توفرت هذه الخصائص في المعلومات كلما استفادت الأطراف الخارجية منها واستخدمت في الأغراض التي سبق التعرض لها بصورة أفضل. كما تترفق القوائم المحاسبية والمالية بملاحق توضيحية تتعلق بالسياسات المحاسبية *accounting policies*، المخزون وتقويم الأصول واهتلاكها، الصفقات والأحداث الخاصة، الضرائب المؤجلة والدعاوى القضائية، ضمانات الديون وغيرها من المعلومات التي من شأنها أن تغير من موقف متخذ القرارات.

## 2-1-2- المعايير المحاسبية الدولية

لقد ازدادت الحاجة إلى المعايير المحاسبية بمجرد توسع الشركات وتعدد ملاكها وزيادة التعامل فيما بينها على المستوى الدولي. أدت هذه الظروف وغيرها بالهيئات المهنية الوطنية والدولية إلى ضم جهودها لتوحيد الممارسات المحاسبية، الشيء الذي يسمح لمستعملي التقارير والقوائم المحاسبية والمالية من أخذ فكرة عن تقييم أداء تلك الشركات والنتائج المحققة بنفس الكيفية.

ولقد أرجع البعض أسباب الأزمات المالية الحادة التي ضربت آسيا في 1997/ 98 وغيرها من جهات العالم إلى النقص في الشفافية، الأمر الذي أدى إلى عدم وصول المعلومات الكافية لمختلف المتعاملين، بالإضافة إلى عدم تماثلها *information asymmetry*، وبالتالي الاضطرابات المالية. أدى ذلك إلى تشجيع مختلف الأعوان الاقتصاديين من شركات وهيئات حكومية إلى تحسين الإفصاح عن كافة أنشطتها (4).

لهذا الغرض أسست لجنة معايير المحاسبة الولية FASB في 1973 كهيئة مهنية مستقلة تعنى بتوحيد المبادئ المحاسبية وتحضيرها لتستعمل من قبل الشركات والهيئات من مختلف الدول بنفس الكيفية، وتقدم لدى هؤلاء المستعملين بنفس المعنى، وتستخدم لاتخاذ قرارات الاستثمار والاقتراض، مركزة على نفس الأسس المحاسبية والمالية. ولقد كان من مهام هذه اللجنة الوصول إلى المعايير المحاسبية الدولية *International*

Accounting Standards والمعروفة اختصاراً في الأدبيات المحاسبية بـ IAS، لتشجيع الشركات على تحسين الإفصاح لديها بكل شفافية ومصداقية.

كما أدلت بعض الهيئات الدولية الأخرى بدلوها في هذا المجال، وفي نفس السياق تقريباً. إذ أنشأ صندوق النقد الدولي المعايير الخاصة لنشر المعلومات Special Data Dissemination Standards والمعروفة اختصاراً بـ SDDS في 1996 بغرض الرفع من كفاءة الأسواق المالية الدولية بواسطة النشر الواسع للمعلومات الاقتصادية والمالية في أوساط الجمهور من أفراد ومؤسسات. شملت هذه المعايير أهم القطاعات الاقتصادية والمالية، الخاصة والعمومية والداخلية والخارجية على حد سواء. ارتكزت هذه المعايير على 4 أبعاد هي:

- فهم المعلومات المنشورة (التغطية، الدورية، التوقيت)،
- وصول الجمهور الواسع إلى تلك المعلومات،
- تكامل المعلومات،
- نوعية المعلومات.

ولقد عكفت تلك الهيئات المحاسبية الدولية وغيرها على تحضير معايير محاسبية تحضاً بالقبول في مختلف الاقتصاديات العالمية، الأمر الذي جعلها تتجاوز الأربعين معياراً. ونقتصر في هذا البحث المتواضع على أهم المعايير الدولية التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالأسواق المالية، وهي (5):

#### أ- المعيار الدولي رقم 32، الأدوات المالية: الإفصاح والعرض

لقد صعب على الهيئات المحاسبية العالمية ليس فقط كيفية الإفصاح عن الأنشطة والصفقات المتعلقة بالأدوات المالية، وإنما صعب عليها أيضاً فهم أنواعها المتعددة وتطورها الدقيق. يظهر ذلك جلياً عندما يتعلق الأمر بالأدوات المشتقة من مستقبلات وعقود آجلة واختيارات وعقود مبادلة وغيرها.

وتمثلت قضايا الإفصاح عن الأدوات المالية في إطار المعيار 32 بالتركيز على مظاهر المخاطرة لمختلف أنواعها والإفصاح عن القيم العادلة [3] بالنسبة لكل فئة من فئات الأصول المالية والالتزامات المالية والأصول المسجلة بأكثر من القيمة العادلة وكذا إجراءات التحوط التي اتخذتها الشركة المعنية بالإفصاح. كما طلب المعيار الإفصاح عن حقوق الملكية من أسهم عادية وأسهم ممتازة وأن تفصح الشركة أيضاً عن الديون طويلة الأجل وكل ما اتصل بها من معلومات قد تفيد المتعاملين في السوق المالية.

وتمثلت قضايا العرض وفقا للمعيار 32 في التفرقة بين الالتزامات وحقوق الملكية والأدوات المركبة أو الهجينة مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وكذا عرض الفوائد والتوزيعات والأرباح والخسائر والمقاصة وغيرها من المعلومات التي من شأنها أن تغير من مواقف المتعاملين تجاه أسهم الشركة المعنية.

#### ب- المعيار الدولي رقم 33: ربحية السهم

تناول هذا المعيار نصيب السهم الواحد من الأرباح (عائد السهم) الذي يستعمله المستثمرون الحاليون والمحتملون لقياس أداء الشركة بصفة عامة وربحيتها بصفة خاصة. كما اهتم المعيار بكيفية حساب هذا المؤشر من جهة، واستخدامه في حساب العديد من المؤشرات التي يركز عليها المتعاملون من جهة أخرى. من الأمثلة على ذلك مضاعف السعر أو كما يعرف أيضا بمضاعف الربحية Price Earning Ratio، المعروف اختصارا بـ PER ونسبة التوزيع وغيرها من المؤشرات. يحسب عائد السهم بقسمة إجمالي الأرباح القابلة للتوزيع على عدد الأسهم العادية. يحسب ويفصح عن هذا المؤشر بالنسبة للشركات المقيدة في البورصة كما يحسب بالنسبة للشركات غير المقيدة لتلبية احتياجات المتعاملين في الحصول، وبسرعة، على مؤشر دقيق لتقييم أداء تلك الشركات وربحيتها.

#### ج- المعيار الدولي رقم 39 الأدوات المالية: الاعتراف والقياس

يقتضي هذا المعيار الذي وضع سنة 1997 تقييم وتسجيل الأصول والخصوم المالية بالقيمة العادلة مع استبعاد الأصول المشتقة وأنشطة الوساطة البنكية في المراحل الأولى لتطبيقه والتوسع في استعمال القيمة العادلة بدل القيمة التاريخية، الأمر الذي جعله يحل محل المعيار رقم 25. ووفقا للمعيار 39 يستوجب على الشركات الاعتراف بأي أصل أو التزام مالي مصدر بمجرد أن تصبح طرفا في العقود التي تتم على الأصل المعني، أي تقييمه وتسجله في دفاترها وتفصح عنه.

كما عالج هذا المعيار المسائل المتعلقة بإعادة القياس اللاحقة subsequent remeasurement issues للأصول والالتزامات المالية وعمليات إعادة التصنيف من وإلى فئة "المحتفظ به حتى الاستحقاق" وإعادة قياس الأصول المالية المندرجة تحت فئة "المتداولة" و "المتاحة للبيع" وكذا معالجة هبوط قيمتها والمعالجة المحاسبية للاستثمارات في أدوات الدين وتحويلها فيما بين المحافظ. ويحدد هذا المعيار 4 فئات للأصول والالتزامات المالية هي (6):

- محتفظ بها لأغراض المتاجرة held for trading

- متاحة للبيع available for sale

- محتفظ بها حتى الاستحقاق held-to-maturity

- القروض وحسابات المدينين التي أنشأتها الشركة وغير المحتفظ بها للمتاجرة  
loans and receivables originated by the entity and not hold for trading

## 2-2- أهمية الإفصاح المالي والمحاسبي

ازدادت أهمية الإفصاح للشركات المساهمة مع تفجر الفضائح المالية لكبريات الشركات الأمريكية مثل .. Enron, Worldcom, Global Crossing وغيرها والتي أدت إلى انهيار أحد أعرق المكاتب المحاسبية العالمية هو مكتب Anderson للمحاسبة والدراسات الاقتصادية والمالية في سنتي 2002 و 2003. إذ جلبت تلك الفضائح والانهيارات خسائر ضخمة للمستثمرين والمتعاملين. ولقد عزى الكثير من المحللين ذلك إلى عدم شفافية الإفصاح والتلاعب في المعلومات المحاسبية والمالية من قبل القائمين على تلك الشركات، لاسيما المديرين الماليين.

فالقصور في إعداد البيانات المالية والمحاسبية والإفصاح غير الدقيق والتلاعب في المعلومات أو حتى إخفاءها واحتكارها من قبل قلة من المتعاملين بمساعدة الإدارة، تجعل الشركة المعنية غير معروفة بدقة من قبل المتعاملين الذين سوف يتخذون قراراتهم الاستثمارية على أسس خاطئة، على عكس الفئة الأخرى من الداخلين insiders التي تتخذ قراراتها انطلاقاً من المعرفة الدقيقة للمعلومات، والتي قد يحصلون عليها بطريقة غير قانونية. تؤدي هذه الوضعية وغيرها من الممارسات كالإشاعات والأخبار المغرضة واستعمال العلاقات الشخصية في الصفقات المالية التي تعقد هنا وهناك، إلى فقدان الثقة في الأسواق المالية الأمر الذي يجعلها تفقد نشاطها وتنهار.

بينما إذا ما تم الإفصاح المالي وفق القواعد والمعايير المتعارف عليها بحيث يعكس الوضعية المالية للشركات بصدق ودون مبالغة أو تزوير، الشيء الذي يقلل من عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المتعاملة على المستويين الوطني والدولي، كأن يكون أحد الأطراف (المستثمرين) من بلد ما والطرف الآخر من بلد ثان. عندئذ يظهر عدم تماثل المعلومات أكثر ويحتاج المتعاملون إلى معلومات أدق وإفصاح أكثر مصداقية.

## 3- آثار الإفصاح على الأسواق المالية

كلما ذكر الإفصاح مقترنا بالأسواق المالية إلا وذكر الموضوع الشائك المتمثل في كفاءة الأسواق المالية وعلاقتها بالمعلومة بصفة عامة. فالأسواق ذات الكفاءة سرعان ما تستجيب للمعلومات الواردة إليها ارتفاعاً وانخفاضاً حسب طبيعة تلك المعلومات، أي سواء كانت سارة أو غير سارة.

## 3-1- الإفصاح المالي وكفاءة الأسواق المالية

تتراوح المعلومة من تلك البيانات التاريخية التي سبق وأن نشرت وأصبحت معروفة منذ مدة إلى تلك المعلومة المحنكرة من قبل فئة قليلة من الداخلين مرورا بالمعلومة المتاحة لعامة الناس عبر وسائل النشر المعروفة.

**3-1-1- أشكال الكفاءة.** تبعا لطبيعة المعلومة وتوقيت وصولها واستجابة الأسواق المالية لها تقسم أشكال الكفاءة إلى (7):

- **الشكل الضعيف.** وفيه تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات التاريخية التي سبق وأن استوعبتها الأسواق.

- **الشكل متوسط القوة.** وهنا لا تعكس الأسعار المعلومات التاريخية فقط وإنما تعكس أيضا المعلومات المتاحة لعامة الناس.

- **الشكل القوي.** وفيه تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة وغير المتاحة، أي المحتكرة من طرف الداخلين أو المطلعين.

**3-1-2- دور الإفصاح في تحسين الكفاءة.** يلعب الإفصاح دورا أساسيا في تحسين كفاءة الأسواق المالية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. فمن ناحية يؤدي الإفصاح ذو النوعية الجيدة إلى شفافية أكبر في التعامل، الأمر الذي يزيد من حركة رؤوس الأموال والاستقرار المالي على المستويين الوطني والدولي، لاسيما مع تواجد آليات رقابية فعالة. وعليه تتوقف كفاءة السوق المالية إلى حد كبير على نوعية الإفصاح وعلى كفاءة سوق المعلومات بصفة عامة وأنظمة المعلومات للشركات المقيدة بصفة خاصة.

ولقد سبق وأن أشرنا إلى أن "أسعار الأسهم في السوق ذات الكفاءة تمتاز بالعشوائية بحيث يصعب (أو يستحيل) على أي مستثمر التنبؤ باتجاهها وتحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المستثمرين. عندئذ يتنافس عدد هائل من المتعاملين على تحليل المعلومات المحاسبية والمالية التي سرعان ما تنعكس في الأسعار، الشيء الذي يؤدي إلى تقييم الأصول المالية بقيمتها الحقيقية... " (8).

ويعمل الإفصاح المالي الجيد أيضا على تخفيض تكاليف مصادر التمويل المختلفة، لاسيما رؤوس الأموال الخاصة ويجلب مستثمرين آخرين ويقلل من عدم تماثل المعلومات ويزيد من سيولة السوق، الأمر الذي يرفع حجم التداول ويقلل تكاليف الوكالة وبالتالي يحسن من كفاءة السوق باستمرار. من جهة أخرى لا يمكن للمتعاملين في البورصات والأسواق المالية أن يستغنوا عن المعلومات المحاسبية والمالية المعدة والمنشورة بكل شفافية لاستخدامها في تقييم أداء الشركات المقيدة وإدارتها والتنبؤ بالعوائد والمخاطر المستقبلية، وبالتالي تسعير الأدوات المالية بصورة أفضل وتزداد كفاءة السوق. كما تتوقف كفاءة التخصيص، أي توجه رؤوس الأموال إلى المشاريع الأكثر مردودية، على كفاءة الإفصاح ومدى وصول المعلومات بالكيفية والنوعية المطلوبة إلى المتعاملين، أي على كفاءة نظام المعلومات.

### **3-2- آثار أخرى على الأسواق المالية**

لإفصاح المالي والمحاسبي والنشر الواسع للمعلومات من قبل الشركات المقيدة آثارا مباشرة وغير مباشرة عديدة على الأسواق المالية، تتمثل في:

- زيادة الثقة في الأسواق المالية، الأمر الذي يشجع المتعاملين على اللجوء إلى تلك الأسواق ويرفع من حجم التداول،
- نشر الثقافة المالية وثقافة البورصة بصفة خاصة، في أوساط المتعاملين، مما يكثف استعمال المعلومات المنشورة في اتخاذ القرارات الاستثمارية، باعتبارها ظاهرة صحية تنم عن درجة الوعي الادخاري للمجتمع،
- المعرفة الجيدة للأدوات المالية المصدرة تحسن من كفاءة التخصيص،
- الدورية و الانتظام في الإفصاح يحسن وينوع من مصادر المعلومات ويزيد من كفاءة سوق المعلومات، وبالتالي يرفع من فعالية ودقة التنبؤ بنتائج الشركات المصدرة،
- يؤدي الإفصاح نصف السنوي وربيع السنوي إلى التقليل من عدم تماثل المعلومات، لاسيما بالنسبة للشركات التي تمتاز بتباين المعلومات فيما بين المتعاملين. إذ يزداد الطلب على المعلومات كلما قلت الشفافية.

#### 4- استجابة بورصة الجزائر للمعلومات المالية والمحاسبية

لا شك أنه من الصعب بمكان إجراء مثل هذه الدراسات على بورصة الجزائر، نظرا لتدني نشاطها في السنوات الأخيرة إلى حد كبير، لكن مستوى التداول المتواضع في السنوات الأولى لانطلاقها هو الذي شجعنا على القيام بهذا البحث وبعض البحوث الأخرى المتواضعة عليها تفيد القائمين على هذه المؤسسة المالية الحيوية وكذا الباحثين والمهتمين بالموضوع.

#### 4-1- المعلومات المستعملة في الاختبار

فكما سبق وأن أشرنا، ومن أجل اختبار مدى استجابة بورصة الجزائر للمعلومات المحاسبية والمالية اخترنا بطريقة عشوائية مجموعة من الإعلانات المنشورة في الجرائد الوطنية الواسعة الانتشار، بالإضافة إلى مجموعة من الأسئلة ضمن استمارة موسعة وزعت على المساهمين، مركزين في ذلك على الجانب المحاسبي والمالي.

**جدول رقم 1: المعلومات المحاسبية والمالية (العينة) المتعلقة بشركة الرياض**

رقم الإعلان	التاريخ	الجريدة	طبيعة الإعلان	موضوع الإعلان
الإعلانات المتعلقة بالتوزيعات				
1	99/12/4	النصر	سار	توزيع حصة أولى من أرباح 1999
2	00/9/4	الخبر	سار	توزيع حصة ثانية من أرباح 1999
3	01/03/20	الأصيل	سار	التوزيع الإجمالي لسنة 2000
4	03/8/5	الشروق	سار	تسديد التوزيعات المتأخرة لسنوات 99،00،01
الإعلانات المتعلقة بالنتائج				
5	00/3/20	الوطن	سار	الرياض تحقق 2.3 مليار دينار من الأرباح سنة 99
6	00/7/18	الخبر	سار	زيادة الربح الصافي بأكثر من 14% وكذا مردودية السهم
7	01/3/27	الشروق	سار	الربح الإجمالي لسنة 2000
8	01/9/30	النصر	سار	أرباح نصف سنوية لسنة 2001
9	02/3/30	الشروق	غير سار	تحقيق خسائر في أحد فروع الشركة سنة 2001
10	02/4/7	النصر	سار	تحقيق ربح سنوي في 2001
11	02/4/15	الوطن	سار	تحقيق ربح في أحد الفروع لسنة 2001
12	02/6/23	يومية وهران	غير سار	تراجع الأرباح بـ 38% سنة 2001
13	03/8/3	الشروق	غير سار	انخفاض محسوس في أرباح 2002
14	03/9/30	يومية وهران	غير سار	تراجع الأرباح في 2002

المصدر: جمع وتصنيف الباحث من الجرائد المذكورة أعلاه.

يلاحظ من الجدول السابق والجدولين الخاصين بشركتي الأوراسي وصيدال تنوع المعلومات المحاسبية والمالية المكونة للعينة، على الرغم من التركيز على المعلومات المتعلقة بالتوزيعات والنتائج المسجلة في تلك الشركات، انظر الجزء الثاني من العينة الخاص بشركتي الأوراسي وصيدال في الملحقين رقم 1 و 2.

#### 4-2- تحليل النتائج

سنحاول من خلال هذه الفقرة معرفة آثار المعلومات المحاسبية والمالية على أسعار أسهم الشركات المقيدة، وذلك باستعمال الأدوات الإحصائية المشار إليها في المقدمة.

4-2-1- أثر المعلومات المحاسبية والمالية على أسهم شركة الرياض فباستعمال البيانات الواردة في الجدول السابق ومطابقتها مع تطور أسعار الأسهم في البورصة يمكن قياس أثر المعلومات المالية والمحاسبية على تلك الأسعار.

جدول رقم 2: تلخيص أثر المعلومات المحاسبية والمالية على أسهم شركة الرياض للفترة 1999-2003

المؤشرات الإحصائية			الفترة	طبيعة الإعلان	الرقم
$M_e$	$\delta \%$	$\bar{x}$			
2307	0.18	2306	قبل	سار	1
2300	0.09	2301	بعد		
2300	0	2300	قبل	سار	2
2300	0	2300	بعد		
2292	0.24	2292	قبل	سار	3
2285	0	2285	بعد		
947	1.97	957	قبل	سار	4
960	1.19	958	بعد		
2337	0.81	2332	قبل	سار	5
2302	0.11	2302	بعد		
2300	0	2300	قبل	سار	6
2300	0	2300	بعد		
2292	0.24	2292	قبل	سار	7
2285	0.09	2283	بعد		
1782	2.08	1805	قبل	سار	8
1740	3.31	1726	بعد		
1615	5.21	1578	قبل	غير سار	9
1195	5.23	1208	بعد		
1615	5.21	1578	قبل	سار	10
1195	5.23	1208	بعد		
1615	5.21	1578	قبل	سار	11
1195	5.23	1208	بعد		
1267	8.14	1282	قبل	غير سار	12
1100	1.84	1110	بعد		
945	1.97	957	قبل	غير سار	13
960	1.19	958	بعد		
947	1.08	952	قبل	غير سار	14
970	1.84	972	بعد		

قبل = قبل نشر الإعلان، بعد = بعد نشره

المصدر: من حساب الباحث وفقا للبيانات المنشورة في نشرة الأسعار الرسمية لبورصة الجزائر. من الجدول السابق يمكن ملاحظة أنه بعد نشر المعلومات (الإعلانات رقم 1، 2، 3، 5، 6، 7، 8، 10، 11) وهي معلومات سارة فإن مستوى أسعار الأسهم معبرا عنه

بـ  $\bar{x}$  و  $M_e$  قد انخفض أو استقر، مما يثبت عدم انعكاس تلك المعلومات في الأسعار، وذلك على الرغم من أن تذبذب تلك الأسعار (معبرا عنه بـ  $\delta\%$ ) قد انخفض بعد صدور أغلبية تلك المعلومات. نفس الشيء تقريبا يمكن أن يقال عن المعلومات غير السارة (الإعلانات رقم 9، 12، 13، 14) وإن كان ذلك أقل وضوحا، حيث ارتفعت الأسعار مرتين بعد نشر تلك المعلومات وانخفضت مرتين ولكن ازداد التذبذب في معظمها، مما يدل على عدم انعكاس تلك المعلومات المالية والمحاسبية في الأسعار، أي لم تستجب لها السوق.

**4-2-2- أثر المعلومات المحاسبية والمالية على أسهم شركة الأوراسي**  
**جدول رقم 3: تلخيص أثر المعلومات المحاسبية والمالية على أسهم شركة الأوراسي**  
 للفترة 1999-2004

الرقم	طبيعة الإعلان	الفترة	المؤشرات الإحصائية	
			$\bar{x}$	$\delta\%$
1	غير سار	قبل	381	1.09
		بعد	372	1.12
2	غير سار	قبل	376	1.73
		بعد	340	2.33
3	سار	قبل	312	5.37
		بعد	265	3.10
4	سار	قبل	299	5.07
		بعد	260	1.65
5	سار	قبل	241	2.26
		بعد	227	1.81
6	سار	قبل	215	0.00
		بعد	210	1.02
7	سار	قبل	260	1.36
		بعد	250	0.00
8	غير سار	قبل	255	1.96
		بعد	260	1.68
9	سار	قبل	270	0.00
		بعد	270	0.00
10	سار	قبل	270	0.00
		بعد	270	0.00

قبل = قبل نشر الإعلان، بعد = بعد نشره

المصدر: من حساب الباحث وفقا للبيانات المنشورة في نشرة الأسعار الرسمية لبورصة الجزائر.

من الجدول السابق يتضح أن تطور أسعار أسهم الأوراسي لم تختلف كثيرا عن تطور أسعار الشركة السابقة. إذ انخفض مستوى الأسعار أو ثبت بعد وصول معلومات سارة إلى الأسواق (الإعلانات 3، 4، 5، 6، 7، 9، 10)، مع زيادة تذبذبها في بعض

الأحيان، مما يعكس عدم استجابة السوق لتلك المعلومات. أما بعد صدور المعلومات غير السارة (الإعلانات 1، 2، 8) فقد انخفضت الأسعار في حالتين وارتفعت في حالة واحدة وهذا مقبول إلى حد ما. لكن التذبذب انخفض في حالتين وارتفع في حالة واحدة وهو غير منطقي إلى حد كبير، مما يدل على أن الأسعار لا تعكس بصدق المعلومات المالية والمحاسبية الواردة إلى السوق.

4-2-3- أثر المعلومات المحاسبية والمالية على أسهم شركة صيدال  
جدول رقم 4: تلخيص أثر المعلومات المحاسبية والمالية على أسهم شركة صيدال للفترة 1999-2004

الرقم	طبيعة الإعلان	الفترة	المؤشرات الإحصائية	
			$\bar{x}$	$M_e$
1	غير سار	قبل	766	765
		بعد	771	772
2	سار	قبل	772	780
		بعد	698	697
3	غير سار	قبل	757	752
		بعد	696	697
4	غير سار	قبل	708	717
		بعد	726	725
5	سار	قبل	460	460
		بعد	408	407
6	غير سار	قبل	430	430
		بعد	397	400
7	سار	قبل	391	390
		بعد	370	370
8	غير سار	قبل	426	430
		بعد	431	435
9	سار	قبل	365	365
		بعد	348	345
10	سار	قبل	354	352
		بعد	345	345

قبل = قبل نشر الإعلان، بعد = بعد نشره

المصدر: من حساب الباحث وفقا للبيانات المنشورة في نشرة الأسعار الرسمية لبورصة الجزائر.

من الجدول السابق يبدو أن حالة شركة صيدال أوضح حيث انخفض مستوى الأسعار بعد وصول كافة المعلومات السارة إلى السوق (الإعلانات 2، 5، 7، 9، 10)، بينما تراوح مستواها بين الارتفاع والانخفاض بعد وصول المعلومات غير السارة (الإعلانات 1، 3، 4، 6، 8). ومن حيث تذبذب الأسعار فإنه أيضا لم يكن منطقيًا حيث

انخفض مثلا في 4 حالات من أصل 5 حالات نشر معلومات غير سارة ولم يرتفع إلا في حالة واحدة. يدل كل ذلك على عدم استجابة السوق للمعلومات المالية والمحاسبية.

#### 4-2-4- استجابة المساهمين للمعلومات المحاسبية والمالية: حالة مساهمي رياض سطيف

باستعمال معطيات دراسة سابقة والتركيز على المعلومات المالية والمحاسبية فقط تماشيا مع أهداف هذا البحث نختبر مدى استجابة الطرف الآخر، أي المتعاملين في الأسواق المالية، لتلك المعلومات. إذ تتأثر الأسعار في البورصة مباشرة بتقديرات المستثمرين والمدخرين إلى درجة أن توجهات تلك الأسعار تعكس -إلى حد ما- توقعات هؤلاء المتعاملين. كما يعتبر الربح بمختلف صورته الدافع الأساسي للاستثمار في المنتوجات المالية المتعددة ومنها الأسهم. في هذا الصدد حاولنا معرفة مدى إقبال مساهمي الرياض على الاستثمار في الأسهم متأثرين بهذا الدافع، وبالتالي مدى تأثير الأسعار وفقا لذلك. أي هل عكست الأسعار فعلا تلك التوقعات؟ ركزنا في تحليلنا لهذا البعد على الأسئلة: 5، 6، 7، 8، 9، 10، 11، 13، 25، 26، 27، 35، من الاستمارة، والملخصة في الملحق رقم 3.

##### أ- الاستجابة لتوزيع الأرباح

بين التحليل أن أكثر من 62.5 % من المستجوبين لم تؤثر فيهم عملية توزيع الأرباح في ديسمبر 1999، حيث لم تدفعهم لشراء المزيد من الأسهم. واتضح أن ك<sup>2</sup> دالة عند المستوى 0.01 في هذا الاتجاه. بينما أثر ذلك في 37.14 % منهم ودفعهم لشراء المزيد منها، انظر الملحق رقم 4.

وبالرجوع إلى قائمة الأسعار (الملحق رقم 5) نلاحظ عدم استجابة السعر نهائيا لتوزيع الأرباح في 15 ديسمبر 1999. أكثر من هذا انخفض السعر بعد التوزيع مباشرة ثم استقر لحصة واحدة ثم انخفض مرة أخرى، مما يدل على أنه لم يعكس المعلومة السارة التي وردت إلى السوق. وهو دليل آخر على عدم استجابة المتعاملين للمعلومات المحاسبية والمالية.

##### ب- الاستجابة لارتفاع ربحية السهم

وصل معدل العائد على الاستثمار في أسهم الرياض إلى 10 % سنة 99، غير أن المساهمين لم يستجيبوا لذلك بشراء المزيد من الأسهم. وتبين أن ك<sup>2</sup> دالة عند المستوى 0.01 مشيرة إلى أن 65.58 % من المساهمين لم يتأثروا بذلك الارتفاع ولم يزدوا من شرائهم للأسهم. بينما أثر ذلك في باقي العمال، أي 34.42 % الذين عبروا عن نيتهم لشراء المزيد منها، (الملحق 4).

تم الإعلان عن ذلك المعدل في 15 جوان 2000، وكان أعلى من معدلات بقية الشركات المقيدة، كما تجاوز أسعار الفائدة السائدة آنذاك. وعلى الرغم من ذلك كله، لم يستجب السعر نهائياً لهذه المعلومة وظل مستقراً لأسابيع بعد صدور الإعلان. وعليه فإن الأسعار لم تعكس المعلومة والسوق غير ذات كفاءة.

### ج- الاستجابة لارتفاع الربح الصافي للشركة

ارتفع الربح الصافي لمجمع رياض سطيف بنسبة 41 % سنة 1999 مقارنة بسنة 1998، لكن التحليل بين عدم استجابة نسبة كبيرة من المتعاملين لذلك الحدث، (الملحق 4). إذ جاءت كدالة عند المستوى 0.01 مشيرة إلى أن 63.02 % من المساهمين لم يتأثروا بذلك ولم يقدموا على شراء المزيد من الأسهم، على الرغم من هذه النتيجة الإيجابية. وعليه لا تساعد مثل هذه المواقف غير العادية على زيادة كفاءة البورصة. بينما استجاب 36.98 % منهم لذلك وعبروا عن نيتهم لشراء أسهم أخرى.

ومن أوجه ثبات وصدق الاستثمار في هذا الباب، لاحظنا أن عدم الاستجابة لأنواع الأرباح المختلفة كان متقارباً جداً، وهو المعبر عنه في الأسئلة 25-27 والفقرات أ، ب، ج. فالمقارنة الآتية توضح هذا الاتجاه العام لدى المساهمين في مجمع رياض سطيف:

رس	رد فعل المستجوبين	نعم %	لا %
25	- الاستجابة لتوزيع الأرباح	37.14	62.86
26	- الاستجابة لارتفاع عائد السهم	34.42	65.58
27	- الاستجابة لارتفاع الربح الصافي للشركة	36.98	63.02
	المتوسط	36.18	63.82

وبنظرة خاطفة يتضح أن أكثر من 63.5 % من المساهمين لم يستجيبوا نهائياً لأي مظهر من مظاهر الأرباح المحققة أو الموزعة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، بينما تأثر حوالي 36 % منهم فقط بذلك، وهذا يتنافى كلياً والمعاملات العادية في الأسواق المالية، أي لا ننتظر من هذه الأخيرة أي مستوى من الكفاءة في ظل هذا السلوك الاستثماري غير الرشيد. إذ من المعروف أن تنعكس تلك المعلومات في قرارات المتعاملين وبالتالي في الأسعار.

ومن جهة أخرى فإن هذا الارتفاع الهائل في الأرباح الإجمالية للشركة لم ينعكس في السعر نهائياً، حيث لم يسجل تغير ولو بدينار واحد خلال الأسابيع التي تلت الإعلان عن هذه النتيجة، مما يوحي بعدم كفاءة السوق (انظر الملحق رقم 5). وعليه يمكن القول أن هناك عدم استجابة من قبل المساهمين والمستثمرين لعوامل موضوعية من المفروض أن تكون محفزة لهم لشراء المزيد من تلك الأسهم.

### خاتمة

لقد اتضح أن التوحيد المحاسبي والمالي الذي تتطلبه الأسواق المالية والهيئات المحاسبية الدولية، بما في ذلك استعمال المعايير المحاسبية الدولية IAS بالكيفية

المطلوبة يتيح للشركات المعنية العديد من المزايا، خاصة إذا كان الإفصاح بالشفافية والمصدقية المطلوبتين. إذ يقلل من تضارب المصالح بين المساهمين والإداريين وبالتالي يقلل من التكاليف بصفة عامة وتكاليف الوكالة agency costs بصفة خاصة. كما يخفض من تباين أو عدم تماثل المعلومات information assymetry بين مختلف الأطراف المتعاملة.

ويستفيد المتعاملون من المعلومات المحاسبية والمالية أكثر كلما كانت هذه الأخيرة دقيقة ومتاحة في الوقت المناسب لكافة الأطراف على قدم المساواة، ومعدة بدون لبس ولا تدليس ولا تضليل ولا تزوير أو تلاعب أو أي شكل من أشكال القصور. إذ يتمكنون من إجراء المقارنات بين الفرص الاستثمارية المتاحة، الأمر الذي يساعد على تحسين كفاءة التخصيص بتوجه المستثمرين إلى المشاريع الأكثر مردودية والأكثر شفافية ومصدقية من حيث الإفصاح.

كما تبين أن الأسواق المالية ذات الكفاءة سرعان ما تستوعب المعلومات الواردة إليها، سواء كانت سارة أو غير ذلك. على العكس من ذلك، أظهرت الاختبارات عدم استجابة بورصة الجزائر لجل المعلومات المالية والمحاسبية محل الاختبار، الشيء الذي يؤكد عدم كفاءتها.

### الهوامش

(1) تعني المعلومة السارة (الإعلان السار) تلك المعلومة التي ينتظر من وصولها إلى السوق أن يرتفع سعر سهم الشركة المعنية ويقل تذبذبه. من الأمثلة على المعلومات السارة تحقيق أرباح أو تحقيق أرباح أعلى من المتوقع، توزيع أرباح أعلى من السنوات السابقة، اتخاذ قرار بإجراء اشتقاق في سهم الشركة، تحسن ظروف القطاع وتحسن المؤشرات الاقتصادية الكلية. وعادة ما يؤدي وصول هذا النوع من المعلومات بالسوق إلى أن يكون صعوديا.

(2) تعني المعلومة غير السارة (الإعلان غير السار) تلك المعلومة التي ينتظر من نشرها أن ينخفض السعر المعني ويزيد تذبذبه. من الأمثلة على هذا النوع تحقيق خسائر أكبر من المتوقع أو توقف الشركة عن توزيع الأرباح، تسجيل اضطرابات في القطاع أو في الاقتصاد ككل. يؤدي وصول هذه المعلومات بالسوق إلى أن يكون نزوليا.

(3) القيمة العادلة هي المبلغ الذي يرضى المشتري دفعه والبائع قبوله لتبادل أصل من الأصول بشرط أن يتوفر الطرفان على المعلومات الدقيقة حول الصفقة، أي بعيدا عن ظاهرة عدم تماثل المعلومات information assymetry. فالمعايير المحاسبية الدولية

IAS تقتضي أن تنشر المعلومات المحاسبية والمالية في القوائم والتقارير حسب القيمة العادلة وليس على أساس التكلفة التاريخية.

### المراجع

\*- تم استخدام عينتي بحثين سابقين (جبار، 2004 و جبار 2007) بصورة جزئية، حيث أخذت منهما المعلومات المحاسبية والمالية فقط.

1 - عيد محمود حميدة، تقييم فاعلية الإفصاح عن الأداء المالي للشركات المساهمة السعودية: دراسة نظرية تطبيقية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، العدد 2، 2001،

ص. 281

2- Butler, M., Kraft, A., and Weiss, I.S., The Effect of Reporting Frequencies on the Timeliness of Earnings: The Cases of Voluntary and Mandatory Interim Reports, Journal of Accounting and Economics N° 1, 2007, pp. 6-8.

3- محمود محمد عبد السلام البيومي، المحاسبة والمراجعة في ضوء المعايير وعناصر الإفصاح في القوائم المالية، منشأة المعارف، 2002، ص. 67 وما بعدها،

4 - Hui Tong, Disclosure Standards and Market Efficiency : Evidence from Analysts' forecasts, 2004, pp. 1-7, available on: <http://dsbb.imf.org/Applications/Web/sddshome/>.

5- Many references mainly:

- Flandrin-Le Maire, G., L'impact Macroéconomique de le Norme IAS 32, Analyses Economiques N° 6, 2003, and

- Hui Tong, op., cit. ;

- Zelazny, G., Benyakhlef, M., Lemoigne, P., and Gueguen, T., Impact des Normes Comptables Internationales sur la Comptabilité Française, 2003, [www.creg.ac-versaille.fr/Article.php3?id\\_article=81](http://www.creg.ac-versaille.fr/Article.php3?id_article=81).

And :

- طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة، الجزءان الثاني والثالث، مراجع سابقة.

6- طارق عبد العال حماد، الجزء 3، مرجع سابق، ص. 493 وما بعدها.

7 - انظر دراسة مفصلة لهذه الأشكال في: جبار محفوظ، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 3، 2004، ص. 84-85.

8 - المرجع السابق، ص. 84.

- Arnold J., and Hope, Anthony, Reporting Business Performance, Accounting and Business Research, Spring 1975.

- Baranger, S., Parent, P., Cunin, J., and Benoist, V.H., Do the New Standards Make the Presentation of Accounting and Financial Information Clearer? Les Entretiens 2006 de L'Autorité des Marchés Financiers, Panel Discussion 3, France, 2006.

- Brigham, E.F., & Gapenski, L.C., Financial Management: Theory and Practice, 7th ed., The Dyrden Press, 1994.

- Butler, M., Kraft, A., and Weiss, I.S., The Effect of Reporting Frequencies on the Timeliness of Earnings: The Cases of Voluntary and Mandatory Interim Reports, Journal of Accounting and Economics N° 1, 2007.

- Copeland, T.E., & Weston, J.F., Financial Theory and Corporate Policy, 2nd ed., Addison Westly, 1983.

- Declerck, F., et Isabelle, M., Information Volontaire et Microstructure des Marchés Financiers : quel impact sur le marché des titres NextEconomy et NextPrime ? Centre de Recherche en Gestion, Cahier de Recherche n° 2004-161, 2004.
- Dimson, E., and Mussavian, M., A brief history of market efficiency, European Financial Management, Vol. 4, N° 1, March 1998.
- Edwards, B., The Reabable Maths and Statistics, George Allen & Inwin, 1980.
- Fama, E.F., The Behavior of Stock-market Prices, Journal of Business, Vol. 38, 1965.
- Fama, E.F., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, Journal of Finance, Vol. 25, N° 2, May 1970.
- Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C., and Roll, R., The Adjustment of Stock Prices to New Information, International Economic Review, Vol. 10, N° 1, February 1969.
- Flandrin-Le Maire, G., L'impact Macroéconomique de la Norme IAS 32, Analyses Economiques N° 6, 2003.
- Hanlon, M., Mayers, J., and Sherlin, T., The Information Content of Dividends: Do Dividends Provide Information About Future Earnings? Unpublished Manuscript, University of Michigan, 2006.
- Hui Tong, Disclosure Standards and Market Efficiency: Evidence from Analysts' forecasts, 2004. available on: <http://dsbb.imf.org/Applications/Web/sddshome/>.
- Kane, S.M., Paradox in the Current Crisis in Efficient Market Theory, Journal of Portfolio Management, N° 2, Winter 1991.
- Liu, P., Smith, S.D., and Syed, A.A., Stock Price Reactions to *The Wall Street Journal's* Securities Recommendations, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 25, N° 3, Sept. 1990.
- Rozeff, M.S., & Zaman, M.A., Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence, Journal of Business, Vol. 61, N° 1, Jan. 1988.
- Vernimmen, P., Finance d'Entreprise, 6<sup>ème</sup> ed., Dalloz, 2005.
- Zelazny, G., Benyakhlef, M., Lemoigne, P., and Gueguen, T., Impact des Normes Comptables Internationales sur la Comptabilité Française, 2003, [www.Creg.ac-versaille.fr/Article.php3?id\\_article=81](http://www.Creg.ac-versaille.fr/Article.php3?id_article=81).
- محمود محمد عبد السلام البيومي، المحاسبة والمراجعة في ضوء المعايير وعناصر الإفصاح في القوائم المالية، منشأة المعارف، 2002.
- طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة: عرض القوائم المالية، الجزء 1 و2، الدار الجامعية، 2003.
- كمال الدين الدهراوي و عبد الله هلال، المحاسبة المتوسطة: مدخل نظري تطبيقي، دار المعرفة الجامعية، 2000.
- دونالد كسسو وجيري ويجانت، تعريب أحمد حامد حجاج، المحاسبة المتوسطة، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، دار المريخ، 1999.
- أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، 2003.
- جبار محفوظ، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 3، 2004.

- ، صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة 1999-2004: دراسة تجريبية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، العلوم الإنسانية، المجلد العاشر، العدد الأول، 2007.
- عبد الرزاق خليل و عادل عاشور، أثر تطبيق معايير المحاسبة الدولية على المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية: مجمع رياض سطيف نموذجا، مجلة أبحاث روسيكادا، العدد 3، 2005.
- عيد محمود حميدة، تقييم فعالية الإفصاح عن الأداء المالي للشركات المساهمة السعودية: دراسة نظرية تطبيقية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، العدد 2، 2001.
- ، أثر المعلومات المحاسبية على سلوك متخذ قرار الاستثمار في الأسهم: دراسة نظرية تطبيقية ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، العدد 2، 2001.
- الوثائق الداخلية لبورصة الجزائر
  - الوثائق الداخلية لمجمع رياض سطيف.
  - الوثائق الداخلية لشركة صيدال.
  - الوثائق الداخلية لشركة الأوراسي.

## الملاحق

### ملحق رقم 1: عينة البحث المتعلقة بشركة الأوراسي

رقم الإعلان	التاريخ	الجريدة	طبيعة الإعلان	موضوع الإعلان
1	00/11/28	المستقل	غير سار	تراجع سعر السهم في السوق المالية
2	01/05/16	حرية اقتصاد	غير سار	انخفاض التداول وانخفاض سعر السهم
3	01/10/28	الصباح	سار	إجراء التوزيعات
4	01/11/10	الوطن	سار	النتائج نصف السنوية لعام 2001 أعلى من مثيلاتها لعام 2000
5	02/07/31	النصر	سار	التوزيعات تجاوزت 22 دينار للسهم
6	02/10/09	التعبير	سار	أرباح السداسي الأول لسنة 2002 تجاوزت 240 مليون دينار
7	03/06/24	يومية وهران	سار	نتائج إيجابية لسنة 2002
8	03/09/30	المجاهد	غير سار	نتائج نصف سنوية أقل من المتوقع
9	04/06/30	المجاهد	سار	النتائج الصافية لسنة 2003 فاقت 300 مليون دينار
10	04/09/07	المنبر	سار	نتائج نصف سنوية لعام 2004 أعلى من مثيلاتها لعام 2003.

### ملحق رقم 2: عينة البحث المتعلقة بشركة صيدال

رقم الإعلان	التاريخ	الجريدة	طبيعة الإعلان	موضوع الإعلان
1	00/8/6	اليوم	غير سار	صيدال تهدد بالانسحاب من البورصة
2	01/04/17	المستقبل	سار	زيادة تداول سهم صيدال
3	01/05/02	الحرية اقتصاد	غير سار	عدم تداول سهم صيدال
4	01/5/16	الحرية- اقتصاد	غير سار	انخفاض التداول والسعر
5	02/7/11	الوطن	سار	المساهمون يحصلون على ضعف الأرباح الموزعة مقارنة بأرباح السنة الماضية
6	02/9/25	الحرية	غير سار	صيدال تريد تجميد سهمها في السوق
7	02/11/2	النصر	سار	نتائج السداسي الأول من سنة 2002 ترتفع 7 % مقارنة بنفس الفترة من 2001
8	03/12/17	الجريدة	غير سار	توزيع أرباح أقل من المتوقع
9	04/04/24	الجريدة	سار	أرباح الشركة لسنة 2003
10	04/10/11	الوطن	سار	نتائج السداسي الأول من سنة 2004 أفضل من نتائج نفس الفترة من سنة 2003

المصدر: جمع وتصنيف الباحث من الجرائد المذكورة أعلاه.

### ملحق رقم 3 : نسخة من الاستمارة

الجزء الخاص ب"استجابة الأسواق المالية للمعلومات المحاسبية" فقط

- الرجاء الإجابة بوضع إشارة ( X ) داخل المربع كلما أردت أن تجيب بـ: نعم -

- أولاً: إنك من بين العمال الذين اشتروا أسهم رياض سطيف. ما الذي دفعك إلى شرائها؟
- لأنك سمعت من أحد المسؤولين بأن رياض سطيف ستحقق أرباحاً أعلى سنة 1999.
  - لأنك سمعت من أحد العمال بأن رياض سطيف ستحقق أرباحاً أعلى سنة 1999.
  - لأنك تكهنت بأن رياض سطيف ستحقق أرباحاً أعلى سنة 1999.
  - لأنك سمعت إشاعات بأن رياض سطيف ستحقق أرباحاً أعلى سنة 1999.
  - لأنك قرأت بأن رياض سطيف ستحقق أرباحاً أعلى سنة 1999، وذلك في جريدة وطنية.
  - لأنك قرأت بأن رياض سطيف ستحقق أرباحاً أعلى سنة 1999 في منشورات المؤسسة.
  - لأنك قرأت تقريراً (rapport) يحلل الوضعية الحالية والتوقعات المستقبلية للمؤسسة.
  - لأنك اعتمدت في شرائك للأسهم على نتائج السنوات السابقة التي حققتها مؤسسة الرياض.
  - لأنك تعتقد أنها أكثر ربحية من الادخار في البنك أو شراء السندات.
  - لأنك قريب من المعلومات المحاسبية.
  - لأنك تحضر المعلومات المحاسبية بنفسك.
- ثانياً: لقد أصبحت مساهماً في رأسمال رياض سطيف، لذلك فإن رأيك يهمنا كثيراً كإدارة أو كباحثين. وعليه نطلب منك الإجابة على الأسئلة التالية:
- هل شجعت توزيع الأرباح على المساهمين في ديسمبر 1999 على شراء المزيد من أسهم الرياض؟

- نعم  لا
- هل دفعك ارتفاع ربح سهم الرياض بـ: 10 % سنة 1999 على شراء المزيد من الأسهم؟
- نعم  لا
- هل دفعك ارتفاع الربح الصافي لمؤسسة الرياض لسنة 1999 بأكثر من 41 % على شراء المزيد من أسهمها؟
- نعم  لا
- إذا ارتفع سعر سهم الرياض في السنوات القادمة فمتى تبيع أسهمك؟
- عندما يصل سعرها إلى: 3000 دج
  - 3500 دج
  - 4000 دج
  - أعلى من 4000 دج
  - لا تبيعها إطلاقاً مهما ارتفع السعر
  - عند الاحتياج

نشكركم جزيل الشكر على تعاونكم معنا وإرجاعكم لهذه الاستمارة.

ملحق رقم 4: نتائج استجابة المساهمين للمعلومات المالية والمحاسبية

تحليل نتائج الاستثمار

1-4- الاستجابة لتوزيع الأرباح

fi	(O-E) <sup>2</sup> / E	O	الإجابة	ر س
37,1		153	نعم	25
62,9		259	لا	
100	27,272	412		

2-4 - الاستجابة لارتفاع عائد السهم

fi	(O-E) <sup>2</sup> / E	O	الإجابة	ر س
34,4		137	نعم	26
65,6		261	لا	
100	81,317	398		

3-4 - الاستجابة لارتفاع الربح الصافي للمؤسسة

fi	(O-E) <sup>2</sup> / E	O	الإجابة	ر س
37		142	نعم	27
63		242	لا	
100	63,021	384		

محفوظ جبار

ملحق رقم 5 : تطور أسعار أسهم الرياض خلال الفترة 1999 - 2001

السعر	التاريخ	ر ج	السعر	التاريخ	ر ج	السعر	التاريخ	ر ج
2285	01/03/27	81	2300	00/06/20	41	2340	99/09/13	01
2285	01/04/02	82	2300	00/06/26	42	2340	99/09/20	02
2285	01/04/09	83	2300	00/07/03	43	2340	99/09/27	03
2285	01/04/16	84	2300	00/07/10	44	2340	99/10/04	04
2280	01/04/23	85	2300	00/07/17	45	2340	99/10/11	05
-	01/04/30	86	2300	00/07/24	46	2300	99/10/18	06
2195	01/05/07	87	2300	00/07/31	47	2300	99/10/25	07
2090	01/05/14	88	2300	00/08/07	48	2340	99/11/02	08
1990	01/05/21	89	2300	00/08/14	49	2300	99/11/08	09
1990	01/05/28	90	2300	00/08/21	50	2300	99/11/15	10
-	01/06/04	91	2300	00/08/28	51	2300	99/11/22	11
1895	01/06/11	92	2300	00/09/04	52	2300	99/11/29	12
1895	01/06/18	93	2300	00/09/11	53	2310	99/12/06	13
1805	01/06/25	94	2300	00/09/18	54	2310	99/12/14	14
1715	01/07/02	95	2300	00/09/25	55	2305	99/12/20	15
1800	01/07/09	96	2300	00/10/02	56	2305	99/12/27	16
1750	01/07/16	97	2300	00/10/09	57	2300	00/01/03	17
1750	01/07/23	98	2300	00/10/16	58	2300	00/01/10	18
1700	01/07/30	99	2300	00/10/23	59	2300	00/01/17	19
-	01/08/06	100	2300	00/10/30	60	2300	00/01/24	20
-	01/08/13	101	2290	00/11/06	61	2300	00/01/31	21
1700	01/08/20	102	2295	00/11/13	62	2300	00/02/07	22
1700	01/08/27	103	2295	00/11/20	63	2330	00/02/14	23
1785	01/09/03	104	2300	00/11/27	64	2350	00/02/21	24
1785	01/09/10	105	2300	00/12/04	65	2325	00/02/28	25
1870	01/09/17	106	2300	00/12/11	66	2305	00/03/06	26
1780	01/09/24	107	2295	00/12/18	67	2350	00/03/13	27
1780	01/10/01	108	2295	00/12/25	68	2300	00/03/20	28
1780	01/10/08	109	2300	01/01/02	69	2300	00/03/27	29
1700	01/10/15	110	2300	01/01/08	70	2305	00/04/03	30
1645	01/10/22	111	2300	01/01/15	71	2305	00/04/10	31
-	01/10/29	112	2300	01/01/22	72	2300	00/04/17	32
-	01/11/05	113	2300	01/01/29	73	2300	00/04/24	33
-	01/11/12	114	2300	01/02/05	74	2300	00/05/02	34
1640	01/11/19	115	-	01/02/12	75	2300	00/05/08	35
-	01/11/26	116	2300	01/02/19	76	2300	00/05/15	36
1560	01/12/03	117	-	01/02/26	77	2300	00/05/22	37
1635	01/12/10	118	2290	01/03/07	78	2300	00/05/29	38
1635	01/12/18	119	2295	01/03/12	79	2300	00/06/05	39
1600	01/12/24	120	2285	01/03/19	80	2300	00/06/12	40

ر ج = رقم الجلسة.

المصدر: النشرة الرسمية لبورصة الجزائر والوثائق الداخلية للشركات المقيدة.