

أثر فتح رأس المال على قيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة دراسة تحليلية لمجمع صيدال للصناعة الصيدلانية وفندق الأوراسي

The effect of going public on market value of coted companies in the stock exchange An analytical study of the Saidal group industry and El-ouraci Hotel

د. بن رجم محمد خميسي
جامعة محمد الشريف مساعدي " سوق أهراس "، الجزائر
benredjem_mk@yahoo.fr

أ. بلعشي عبد المالك¹
جامعة محمد الشريف مساعدي " سوق أهراس "، الجزائر
don_malek@yahoo.com

تاريخ النشر: 2018/09/21

تاريخ القبول: 2018/09/12

تاريخ الاستلام: 2018/01/30

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر فتح رأس مال المؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الأوراق المالية على قيمتها السوقية. إذ يعتبر قرار فتح رأس المال من الخيارات المتاحة أمام الإدارة المالية للشركات، من أجل تمويل مختلف أنشطتها الاستثمارية والاستغلالية. وهو ما يجعلنا أمام اشكالية فتح رأس مال المؤسسات الاقتصادية بغية تعظيم القيمة السوقية في ظل مخاطر البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة؛ من هذا المنطلق جاء المقال ليرز السياسات المنتهجة في تمويل المؤسسة الاقتصادية، سيما في ظل اقتصاديات الأسواق المالية بما يساهم في تعظيم ثروة المساهمين. وكذا معرفة مؤشرات إنشاء القيمة السوقية للمؤسسة، ومنه العلاقة بين فتح رأس المال للاكتتاب والقيمة السوقية للشركات. بالإضافة إلى الاتجاه الذي تسلكه الأسعار السوقية للقيم المنقولة خلال الفترة الموالية للاكتتاب مباشرة. وقد توصلنا من خلال هذه الدراسة تأثر قيمة المؤسسة السوقية بخيار التمويل عن طريق بورصة الأوراق المالية بالإضافة إلى الانعكاس المباشر لتغير الاسعار السوقية للقيم المنقولة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: الاكتتاب العام، الطرح الخاص، القيمة السوقية، مؤشرات إنشاء القيمة السوقية.

تصنيف JEL: M1, G2, E38, C6

Abstract:

This study aims to determine the impact of opening the capital of enterprises quoted in stock exchange at their market value. The decision of opening capital one of the options for financial corporate management, to finance the different investment and exploitative activities. From this reason, the study highlights the different policies to finance company, particularly in the economics of financial markets to maximize shareholder wealth. As well as knowing the market value of indicators created institution, the relationship between opening the capital to underwrite and market value of companies. In addition to the trend of market prices of securities during the period Pro to subscribe directly.

Key words: public subscription, private placement, market value, market value indexes

Classification JEL : C6, E38, G2, M1

مقدمة:

تُعتبر العملية التمويلية للمشروعات الاقتصادية من أهم المواضيع المطروحة على الساحة الدولية والتي حازت على نقاشات وبحوث أغلب الباحثين في مجال مالية المؤسسة. ولعل فتح رأس مال المؤسسات الاقتصادية في إطار أسواق الأوراق المالية يُعدّ خياراً من الخيارات التمويلية المطروحة بقوة على الساحة العالمية؛ إذ أن هذه العملية تعتبر من القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة وتفاضل بينها وبين القرارات التمويلية الأخرى من أجل تعظيم قيمتها وتحمل أقل قدر ممكن من المخاطر. إذ إن هدف الإدارة المالية الحديثة هو تعظيم قيمة المؤسسة انطلاقاً من القيمة السوقية للأسهم (MVA) أو بتدنية تكلفة التمويل وتعظيم القيمة المضافة الاقتصادية (EVA). من هنا يكمن صياغة وطرح الإشكالية الرئيسية لهذا البحث على النحو التالي: ما مدى تأثير فتح رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة؟

للإجابة على هذه الإشكالية ارتأينا وضع الفرضية الرئيسية التالية: هناك علاقة تأثير لعملية فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة على قيمتها السوقية.

وتهدف من خلال هذه الدراسة إلى إبراز الدور الهام الذي تلعبه بورصة الأوراق المالية في تمويل المؤسسات الاقتصادية، أي التوجه الحديث لأغلب الشركات من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاديات أسواق الأوراق المالية. إلا أن هذا الخيار التمويلي تكتنفه حملة من المخاطر المالية والتي من شأنها أن تؤدي إلى إفلاس المؤسسة الاقتصادية، وهو الأمر الذي جعلنا نعمل على كيفية فتح المؤسسة لرأس مالها بغية تعظيم قيمتها السوقية في ظل مخاطر الإفلاس وتكاليف الوكالة.

ولتحقيق الأهداف المنشودة، فقد تم اعتماد المنهج الوصفي للظاهرة المدروسة في شقها النظري من معرفة ماهية عملية فتح رأس المال للاكتتاب العام والطرح الخاص إلى التعرّيج على قيمة المؤسسة الاقتصادية والسوقية في ظل النظرية المالية المعاصرة. أما المنهج التحليلي فيظهر في تفسير المعطيات العملية لواقع فتح رأس مال مؤسستي صيدال وفندق الأوراسي على قيمتهما السوقية انطلاقاً من بعض المؤشرات المعمول بها.

وبغية الإلمام قدر الامكان بمختلف متغيرات الدراسة ارتأينا تقسيم هذا البحث إلى العناصر التالية:

- ✓ ماهية فتح رأس المال.
- ✓ قيمة المؤسسة في النظرية المالية المعاصرة.
- ✓ تقييم قرار فتح رأس المال لكل من مجمع صيدال وفندق الأوراسي على قيمتهما السوقية.

المحور الأول: ماهية عملية فتح رأس المال

أولاً: مفهوم فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية:

يمثل فتح رأس المال مصدر تمويل خارجي تلجأ إليه المؤسسة عند استحالة تغطية الاحتياجات المالية عن طريق الموارد الداخلية كالتمويل الذاتي، فهو عملية مالية تؤدي إلى زيادة مستوى رأس المال بواسطة الشراكة الخارجية في ظل اقتصاد الأسواق المالية¹. كما أن فتح رأس المال يتم من خلال الإجابة على مجموعة من الأسئلة تتمثل أساساً في:²

1- كيف يمكن اختيار فئة المساهمين الممكنين. **2-** ما هي الآليات المعتمدة لتحفيز وجذب المساهمين الجدد **3-** هل يمكن تقدير نتائج الشراكة المحتملة.

هذا ويمكن القول، أن سياسة فتح رأس المال تهدف إلى زيادة رأس مال المؤسسة فقط عن طريق الأسواق المالية بحيث تكون الوسائل متمثلة أساساً في؛ الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات والمشتقات المالية عكس سياسة رفع رأس المال التي تكون في ظل الاقتصاد المختلط؛ وتكمن طرق فتح رأس المال في الإجراءات المبينة أدناه كما يلي:³

← عرض الاكتتاب العام (O.P.S Offre Publique de Souscription): وتكون هذه العملية عادة في السوق الأولية عن طريق إصدار أوراق مالية.

← عرض عمومي للبيع (O.P.V Offre Publique de Vente): وتكون هذه العملية في السوق الثانوية بعد تسجيل الأوراق المالية في سوق الإصدار (السوق الأولية)، حيث يعرض من خلالها كبار المساهمين كمية معتبرة من الأوراق المالية للتنازل عنها بسعر محدد أو واجب التحديد.⁴

← عرض عمومي مختلط (O.P.M Offre Publique Mixte): ويتمثل في المزاجحة بين عرض عمومي لعملية شراء وعرض عمومي لعملية تبادل، بحيث يمكن أن يأخذ شكل عرض عمومي لعملية شراء مع سداد جزئي بالسندات أو عرض عمومي للبيع مع سداد جزئي نقداً.

← عرض الاكتتاب الخاص (O.S.S Offre Spéciale de Souscription): ويتمثل في بيع الأوراق المالية لفئة معينة من المستثمرين من ذوي الخبرة والدراية الكافية في تسعير الأوراق المالية.

ثانياً : طرق فتح رأس مال المؤسسة الاقتصادية :

يتم فتح رأس مال المؤسسات الاقتصادية ودخولها لبورصة الأوراق المالية بعدة طرق من أهمها الاكتتاب العام والطرح الخاص، فالطريقة الأولى تطرح فيها المؤسسة أسهمها لعامة الجمهور من أجل الاكتتاب فيها بالسعر المحدد . ويكون هدف المؤسسة في هذه الحالة جمع المدخرات من أشخاص لا يهتمها طبيعتهم، كفاءتهم، جنسهم، جنسيتهم، ... أما في حالة الطريقة الثانية المعروفة بالطرح الخاص فالمؤسسة تستهدف فئة معينة من الجمهور من أجل الاستفادة من خبرتهم وكفاءتهم في مجال تسعير وتداول الأوراق المالية.

1-2/ الاكتتاب العام : يقصد بالطرح أو الاكتتاب العام قيام الدولة ببيع كل أو جزء من الأسهم التي تمتلكها في رأس مال المؤسسة العامة للجمهور ، في حالة قيام الحكومة ببيع نسبة من أسهمها في المؤسسة أي البيع الجزئي للأسهم نحصل على مؤسسة مختلطة " حكومة / قطاع خاص " ويكون الغرض في أغلب الأحيان رغبة الحكومة في الإبقاء على الرقابة الجزئية أو الكلية على المؤسسة التي تم خصصتها.⁵ ويعدّ الطرح للاكتتاب العام أحد أنجع الطرق التي تؤدي إلى تحسين الأداء المالي للقطاع العمومي

الاقتصادي (E.P.E ; Entreprises, Publics ,Economiques) وإعادة الهيكلة لتحسين الأداء ؛ ذلك أن فتح رأس المال عن طريق الدعوى للاكتتاب العام سوف سيؤدي إلى دخول مساهمين جدد غرضهم الرئيس هو الحصول على الأرباح وهذا لا يتأتى إلا بالدور الرقابي الفعّال الذي يمارسونه على مجلس الإدارة أو مجلس المديرين باعتبارهم أعضاء كغيرهم في الجمعية العمومية .

يمكن أن يتم الاكتتاب العام للأسهم عن طريق إصدار أسهم جديدة، أي إصدار أولي يتزامن والزيادة في رأس المال، ويمكن كذلك أن يأخذ شكل توزيع ثانوي ببيع الأسهم المالية للحكومة دون أن يصاحب ذلك زيادة في رأس مال المؤسسة. عملية البيع هذه تتم غالباً لأكثر عدد ممكن من الجمهور في ظل الشفافية والتي يضمنها السوق المالي بصفة أحص، فهذه التقنية كثيراً ما تستعمل في خصخصة المؤسسات الكبيرة بعد تحويلها إلى شركات ذات أسهم والمؤسسة المعنية بالخصخصة يجب أن تتوفر فيها عدد من المعايير القانونية والمالية التي يتم مراقبتها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وإذا غابت تلك المعايير كلها أو جزؤها فإن اللجنة ترفض إصدار الأسهم وحتى دخول المؤسسة للبورصة . ويرى أغلب الباحثين أن هذا الأسلوب هو الأنسب على الإطلاق من وجهة النظر الاقتصادية لما ينتج عنه من توسيع لقاعدة الملكية ونطاق المنافسة .

2-2/° الطرح الخاص : يقصد بالطرح الخاص: " تلك العمليات التي تتناول عرض أوراق مالية لفئات معينة من المستثمرين تتضمن المحترفين من المؤسسات المالية (مصارف، شركات تأمين، صناديق تقاعد، صناديق استثمار، شركات تسيير محافظ الأوراق المالية...) أو المستثمرين الأفراد من ذوي الخبرة والملاءة المالية العالية في تداول الأوراق المالية .⁶

وتقوم بعض الشركات عند التأسيس أو عند زيادة رأس المالية بعمليات الطرح الخاص لأسهمها أو لجانب منها وهو ما يعرف بالطرح الخاص في السوق الأولية، كما يمكن لبعض الأشخاص المساهمين أن يقوموا بعمليات الطرح الخاص لجانب من أسهمهم وهذا يسمى طرحاً خاصاً في السوق الثانوية على أشخاص أو شركات بعينهم من ذوي الخبرة أو الكفاءة العالية في مجال تداول الأصول المالية . والمقصود بالأشخاص ذوي الخبرة أو الملاءة المالية العالية هؤلاء الأفراد أو الشركات الذين لهم خبرة سابقة في مجال التعامل بالأوراق المالية لمدة لا تقل عن خمسة (5) سنوات و أربع (4) سنوات هؤلاء الذين احتازوا بنجاح الدورات التدريبية والتكوينية التي تنظمها سوق الأوراق المالية.

2-2-1/ الطرح الخاص للأوراق المالية في السوق الأولية:

تتم عملية الطرح الخاص بمعرفة الشركة المصدرة للأوراق المالية وتحت إشرافها عند التأسيس أو زيادة رأس المال على مجموعة محددة من الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين من ذوي الخبرة في تعاملات سوق الأوراق المالية دون شرط الطرح الكلي والعام لتلك الأسهم ، بل يمكن للشركة أن تطرح جزءاً فقط من الأسهم الموجهة للاكتتاب وهذا عكس عملية الاكتتاب العام أين يتم الاكتتاب في كافة الأوراق المالية المصدرة . وتحدد قيمة السهم أو الورقة المالية المعدة للطرح الخاص من قبل مستشار مالي ويصادق عليها محافظ حسابات خارجي. وحتى تتمكن المؤسسة من طرح أسهمها طرحاً خاصاً بما يتماشى والاستراتيجية المحددة من قبلها لاستقطاب عدد

محدد من المساهمين المرغوب فيهم لدرايتهم وخبرتهم في مجال الأوراق المالية، لا بد لها من توفر بعض الشروط الإدارية والتنظيمية والمتمثلة في :⁷

- أن تقدم الشركة للسوق المالية دراسة بالقيمة العادلة لأسهم زيادة رأس المال حسبما تحدده الشركة وتحت مسؤوليتها، على أن توضح الأسلوب المتبع في حساب نطاق القيمة العادلة (الحد الأدنى والحد الأقصى للسعر) والأسس المستخدمة في إعداد التقديرات والفروض التي بنيت عليها تنبؤات السعر، درجة المخاطر التي تتعرض لها الشركة ومدى حساسية التقديرات لهذه المخاطر وتأثير عدم تحقق التقديرات على نتائج الدراسة .

- أن تقدم الشركة مع هذه الدراسة تقريراً من مراجع الحسابات يقر فيه ويصادق على القيمة العادلة للسهم ، ليتم بعدها تحقق السوق من الأسس المستخدمة في حساب هذه القيمة وفي إعداد المعلومات المالية المستقبلية بناءً على قيمة السهم .

- أن يصادق على صحة القيمة العادلة لمحافظ حسابات، ويتحدد دور مراجع الحسابات في هذا الخصوص في:

✓ أن يكون تقرير مراجع الحسابات معنوناً: " تقرير مراجع الحسابات عن القيمة العادلة لأسهم شركة ..."

✓ أن يكون التقرير موجهاً إلى مجلس إدارة الشركة .

✓ أن يكون التقرير مؤشراً عليه من طرف محافظ الحسابات المعتمد من قبل الجمعية العمومية وأن يكون مؤرخاً بتاريخ حديث لم يمض عليه عند تقديم الطلب أكثر من خمسة عشرة (15) يوماً .

✓ أن يشير التقرير إلى الغرض الذي أعدت لأجله المعلومات المالية المستقبلية التي اعتمدها عليها في تحديد القيمة العادلة وأن يصرح بأنه لا يمكن الاعتماد على هذه المعلومات لأغراض أخرى .

✓ أن يشير التقرير إلى الافتراضات التي اعتمدت عليها الإدارة في إعداد التقديرات عن المعلومات المالية المستقبلية المستخدمة في تحديد القيمة العادلة .

✓ أن يشير التقرير إلى مسؤولية الإدارة عن المعلومات المالية المستقبلية التي بنيت عليها القيمة العادلة .

✓ أن يشير التقرير إلى حصول محافظ الحسابات وتمكينه من كافة المعلومات الضرورية لغرض اختبار المعلومات المالية المستقبلية والتي تمكنه من إبداء الرأي في القيمة العادلة للسهم التي حددتها الشركة تحت مسؤوليتها.

✓ أن يتضمن التقرير تنبؤاتها عن احتمال اختلاف النتائج الفعلية (الواقعية) مع التنبؤات النظرية وما له من أثر على قيمة السهم .

2-2-2/ الطرح الخاص في السوق الثانوية :

قد يرغب أحد الأفراد أو الشركات المالكين لنسبة كبيرة من أسهم شركة معينة في طرح أسهم هذه الشركة أو جانباً منها للبيع في سوق الأوراق المالية ، وهذا ما يطلق عليه بالطرح الخاص في السوق الثانوية مع ملاحظة أن عملية البيع إذا خضعت للشروط والقواعد الخاصة بالتداول في السوق المالية فهي تخرج من نطاق الطرح الخاص. أما إذا كانت عملية البيع تخضع لشروط خاصة وموجهة لأشخاص معينين بذواتهم فهذا يعد من قبيل الطرح الخاص للأسهم في السوق الثانوية ، وهنا وجب على من يرغب في طرح أسهمه للبيع إخطار كل من الشركة المعنية وإدارة سوق الأوراق المالية .

يتعين على من يرغب في طرح الأسهم التي يملكها طرحا خاصا تتبع مجموعة من الإجراءات التنظيمية تجاه إدارة الشركة المعنية وسوق الأوراق المالية ، حيث يجب عليه في أول خطوة تقديم طلب في شكل إخطار يتضمن المعلومات الآتي ذكرها⁸:

- تقديم إخطار من المعني إلى كل من إدارة الشركة وإدارة السوق المالية في شكل وثيقة رسمية تحمل كافة المعلومات التالية :
 - ✓ أسم مقدم الطلب ، صفته وما إذا كان مساهما ، مؤسسا ، عضوا بمجلس الإدارة أو مديرا .
 - ✓ عدد الأسهم التي يملكها في الشركة ونسبتها إلى إجمالي الأسهم المصدر .
 - ✓ عدد الأسهم المراد طرحها طرحا خاصا ونسبتها إلى عدد الأسهم المصدر والقدر المسدد منها .
 - ✓ نوع الأسهم المراد طرحها طرحا خاصا وما إذا كانت أسهما عادية أو ممتازة ، نقدية أو عينية .
 - ✓ طبيعة ونوعية الأشخاص المخاطبين بهذا الطرح .
 - ✓ مبررات عملية اللجوء للطرح الخاص .
 - ✓ طلب بتجميد الأوراق المالية موضوع عملية الطرح الخاص إلى حين تنفيذ العملية .
 - ✓ نطاق السعر المقترح للطرح على أن يتضمن حدا أدنى وأخرا أعلى .
 - ✓ الموعد المقترح للطرح على أن لا يتجاوز مدة الثلاثة أشهر من تاريخ تقديم الطلب .
 - ✓ أسم مدير الطرح المقترح للقيام بعملية الطرح الخاص للأسهم المعنية بهذه العملية .

- تقوم إدارة السوق المالية فور تلقيها لإخطار الطرح الخاص بإعلان هذا الطلب ضمن شاشات التداول بالسوق لمدة أسبوع كامل على الأقل ، على أن يتم تجميد التداول بالأوراق المالية محل العملية . ويتضمن الإعلان توجيه من له اعتراض على عملية الطرح بأن يتقدم باعتراضه إلى إدارة السوق في أجل أسبوع كحد أقصى من تاريخ نشر الإعلان لأول مرة .

- أما إدارة الشركة فتلتزم بدراسة الطلب وإخطار كل من طالب الطرح الخاص وإدارة السوق المالية مع تبيان موقفها من العملية ما إذا كانت موافقة على العملية أو معترضة عليها والأسباب التي تقف وراء ذلك وهذا في مدة أسبوع كأقصى حد من تاريخ تلقي الإخطار بالطرح الخاص للأسهم موضوع العملية .

- تقوم إدارة السوق المالية بالبت في الاعتراضات - إن وجدت - في مدة أسبوع على الأكثر من تاريخ تلقي تلك الاعتراضات من الشركة أو من الأفراد المساهمين . وتلتزم الشركة بتزويد طالب الطرح الخاص لأسهمه بكافة المستندات الضرورية للتقدم إلى إدارة السوق المالية بطلب الطرح الخاص ومذكورة المعلومات اللازمة وعقد الاتفاق الذي يُبرم بين كل من طالب الطرح الخاص ومدير الطرح الخاص والشركة والذي يحدد مسؤوليات والتزامات كل طرف من الأطراف الثلاثة .

ثالثا : إجراءات فتح رأس مال المؤسسات الاقتصادية :

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط ، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني ، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى ، ومن بورصة إلى أخرى

داخل نفس الدولة.⁹ إلا أنه هناك مجموعة من الإجراءات المعروفة للدخول إلى بورصة الأوراق المالية ، بحيث يمكن للمؤسسة أن تختار واحدة منها بما يتماشى وتفضيلات المستثمرين بغية جلب أكبر عدد منهم . وتمثل هذه الإجراءات في :¹⁰

3-1/ الإجراءات العادية : Procédure Ordinaire Ou La Mise à Disposition Indirecte : هذا الإجراء يقوم على اتصال المؤسسة مع وسطاء ماليين معتمدين ، يتكفلون بإدخال الأوراق المالية إلى البورصة وبيعها بسعر يرضي الطرفين (المؤسسة والوسيط) . وهذا السعر يعلن عنه في شاشات الإعلان في البورصة قبل دخول الأوراق المالية إليها .

ينتظر الوسيط ردة فعل السوق ، ويقوم بجمع أوامر الشراء على الأوراق المالية ليقارنها مع حجم الأوراق المالية. إذا كان مجموع الأوامر أكبر من حجم الأوراق المالية ؛ فالوسيط يستطيع إضافة نسبة قليلة إلى سعر الورقة المالية (ربح) والعكس بالعكس . أي أن اختيار هذا الإجراء يقوم على كفاءة السوق المالية وشفافيتها نظرا لتحكم قوى العرض والطلب في سعر الورقة المالية . بعد هذه المرحلة يعلن الوسيط رسميا على السعر الذي ستطرح به الورقة المالية في السوق لأول مرة ، فإذا كان الطلب كبيرا جدا ؛ تجد المؤسسة نفسها بين خيارين، إما أن تقلص عدد الأوراق المالية المطلوبة من طرف المستثمرين (مثلا المستثمر الذي أودع أمر شراء 1000 سهم تمنحه فقط 500 سهم) وهذا من أجل التوازن وعدم تأثر أسعار الأوراق المالية لاحقا . أو أن المؤسسة تمد إلى إصدار أوراق مالية جديدة بسعر مرتفع نسبيا حتى ينخفض الطلب، ونتيجة للمخاطر المصاحبة لهذا الإجراء على الوسيط المالي - خاصة - فهذه الطريقة نادرة الاستعمال في الواقع العملي.

3-2/ إجراء إعلان السعر مسبقا دون إمكانية التغيير : Offre à Prix Ferme Ou Mise à Disposition Directe : وفقا لهذا الإجراء، تقوم المؤسسة بالإعلان الرسمي عن عدد وسعر الأوراق المالية وهذا السعر مغلوق لا يمكن أن يتغير فيما بعد . لتقوم بعدها إدارة البورصة بنشر هذا الإعلان وكل المستثمرين يشترون بسعر واحد ،وهنا تجد المؤسسة نفسها أما ثلاث وضعيات :

- إذا كان العرض أكبر من الطلب : المؤسسة يمكنها أن تقلص عدد الأوراق المالية المطلوبة من طرف المستثمرين .
- إذا كان العرض يساوي الطلب : السعر هو ذلك المعلن عنه .
- إذا كان العرض اقل من الطلب : البورصة تقوم بتوزيع الأوراق المالية وفقا لطريقتين كما يلي :
- النسبة المتساوية : Le Pourcentage égale : وذلك بإعطاء نسبة مئوية متساوية لكل المستثمرين.
- أن تقوم البورصة بحساب نسبة : الأوراق المعروضة / الكميات المطلوبة ، ومن ثم تقوم بعملية التوزيع .

يمكن للمؤسسة إذا كان الطلب كبيرا جدا أن توجل البيع لمدة زمنية محددة، على أن يكون السعر الجديد مرتفع نسبيا، أو أن تضيف المؤسسة كميات جديدة لأجل تسهيل تسعيرة الورقة المالية . في هذا الإجراء ؛ المؤسسة هي من تقوم بتحديد سعر الورقة المالية وبالتالي هي من تتحمل المسؤولية الكاملة . وهو الأمر الذي يجعل هذه الطريقة غير مستعملة بكثرة في أرض الواقع ، إلا إذا أرادت الدولة خصخصة مؤسساتها العمومية كون الطلب سيكون مرتفع جدا والمساهم القديم يكون على دراية كاملة ومسبقة بالسعر الذي ستباع به الأوراق المالية.¹¹

3-3/ إجراء العرض بالسعر الأدنى : **Offre à Prix Minimale Ou Mise en Vente** ؛ وفقا لهذا الإجراء وقيل أيام من تداول الأوراق المالية في البورصة ، تقوم المؤسسة بالإعلان عن عدد الأوراق المالية المعروضة للبيع وكذا السعر الأدنى الذي يمكن للمستثمرين أن ينفذوا به عملية الشراء . هنا المساهمون القدامى لا يعلمون مسبقا سعر بيع الورقة المالية كون المجال مغلق من الجهة الدنيا ومفتوح من الجهة العليا ، أما المساهمون المحتملون الراغبين في شراء الأوراق المالية فعليهم أن يحدّدوا في أمر الشراء الكمّيات والسعر المرغوبين . تقوم البورصة في مرحلة لاحقة بعزل كل الأوامر التي تحوي أسعار أقل من السعر المحدّد الأدنى وكذلك تعزل الأسعار المرتفعة جدا ؛ كون هؤلاء المستثمرين يسعون إلى شراء كل الأوراق المالية حتى تكون لهم الأغلبية في أصوات الجمعية العمومية، وبالتالي السيطرة على قرارات المؤسسة المستقبلية وتوجيهها لخدمة مصالحهم الشخصية، ناهيك عن انخفاض السعر عند عمليات التداول اللاحقة سيؤثر سلبا على أسهم المؤسسة وسمعتها. في هذا الإجراء نجد إدارة البورصة نفسها أمام وضعيتين مختلفتين كما يلي :

- إذا كان الطلب أقل من العرض : الأوراق المالية تباع بالسعر الأدنى .
- إذا كان الطلب أكبر من العرض : إدارة البورصة تلغي كل الأوامر التي تحمل أسعار مرتفعة وتدخّل الورقة المالية إلى البورصة بالسعر الأدنى على أن ترتب أوامر الشراء من الأعلى إلى الأسفل.

3-4/ التوظيف الإجمالي أو المضمون : **Placement Global Ou Placement Garanti**؛ وهو إجراء يتم تخصيصه في الغالب للمستثمرين المؤسساتيين (**Les Investisseurs Institutionnels**) ، حيث تقوم المؤسسة أو البنك بتحديد السعر الذي ستدخل به الورقة المالية إلى البورصة بناء على الأسعار الأولية التي وضعها هؤلاء المستثمرون في أوامر شرائهم. البيع هنا مضمون لأن السعر محدّد في حدود الأسعار التي وضعها المستثمرون المؤسساتيون ، إضافة إلى أن الشركة هنا تختار مساهمها الجدد بالتشاور مع البنك (الوسيط).

3-5/ إجراء العرض بالسعر المفتوح : **Offre à Prix Ouvert** ؛ ظهرت في فرنسا سنة 1998 ودخلت بهذه الطريقة مؤسسة **France Telecom** إلى البورصة الفرنسية .¹⁷ يعتمد هذه الإجراء على تحديد مجال للأسعار (**Une Fourchette des Prix**) كإقترح، وكل مستثمر يحدّد الكمية والسعر حسب إمكانياته . بعدها تقوم إدارة البورصة جمع ثم دراسة أوامر الشراء التي تدخل ضمن المجال المقترح ، ومن ثمة تحديد سعر لكل المستثمرين . هذه الطريقة مستعملة بكثرة خاصة عندما ترغب المؤسسة في أن يكون مساهمها الجدد من الأشخاص الطبيعيين وليس الأشخاص المعنويين .

الخور الثاني: قيمة المؤسسة في النظرية المالية المعاصرة

إن عملية تحديد قيمة المؤسسة يعتبر من العمليات المعقّدة ذلك أن تحديد القيمة يتطلب الإحاطة الكافية بالمؤسسة من خلال جمع المعلومات ، تحليلها وتقييمها بما يتماشى مع شكل وطبيعة المؤسسة محل التقييم. ومن أجل إعطاء مصادقية أكثر للنتائج المتوصل إليها، لا بد من اعتماد منهج أو مدخل للقيمة يكون مناسباً وملائماً للمؤسسة.

أولاً: ماهية القيمة في النظرية المالية المعاصرة

غالباً ما تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تعظيم قيمتها السوقية من أجل المحافظة على استمراريتها وتعظيم ثروة المساهمين، إلا أن مفهوم القيمة ليس واضح بل يعدُّ من المفاهيم المعقّدة كونه يتغير بتغير الزاوية التي يُنظر إليه منها. وقد ذهبت لجنة معايير التقييم الدولية (IVSC) إلى القول بأن قيمة المؤسسة هي: " مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر وبائع راغبين في عقد صفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية، مع مطلق الحرية وبدون وجه أكره على إتمام الصفقة ".¹² فتحديد قيمة المؤسسة يتم من خلال تقييم مختلف أصولها المالية من أسهم عادية، أسهم ممتازة وسندات إذا كانت المؤسسة مسعرة في بورصة الأوراق المالية. وقد تتأثر قيمة المؤسسة بالعديد من العوامل مثل: البيئة الاقتصادية الكلية، توقيت تقدير القيمة، موقع المؤسسة... الخ.

ثانياً : قيمة المؤسسة والبورصة

تعتبر قيمة الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة ويتم تداولها على مستوى بورصة الأوراق المالية، خير معبرٍ على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية إلى حد بعيد. ذلك أن قيمة المؤسسة تتحدد استناداً إلى معطيات حالية حقيقية وتوقعات مستقبلية متوفرة لدى جمهور المستثمرين لدى البورصة، هذه الأخيرة تفرض على المؤسسات التعامل في شفافية تامة وتقديم معلومات صحيحة حول وضعيتها المالية، وهو ما يجعل عملية تقييم المؤسسات المسعرة في البورصة انطلاقاً من الأسعار السوقية لقيمها المنقولة والتداول على مستوى السوق أقرب إلى الواقع من تلك المؤسسات التي لا يتم تداول أوراقها المالية في البورصة.¹³

وعليه سنحاول في هذه الدراسة معرفة قيمة مؤسستين اقتصاديتين مسعرتين لدى بورصة الجزائر باستعمال مؤشرين من مؤشرات إنشاء القيمة للمؤسسات التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة، ويتمثل هذين المؤشرين في عائد المساهم الكلي (TSR) وقيمة السهم إلى ربحيته (PER).

الفرع الأول : عائد المساهم الكلي (Total Shareholder Return) TSR

يستعمل هذا المؤشر من أجل معرفة المسار التاريخي والحالي للسهم، ذلك أن القيمة السوقية ————— قد تتأثر أثناء الأزمات ولا تعبر حقيقةً عن الوضع ————— المالية للمؤسسة. أي أن الأسعار تكتسب —————ون متذبذبة كثيراً وتصبح تكلفة التمويل مرتفعة بسبب زيادة المخاطر، تم تطبيق هذا المؤشر من طرف مجموعة (Boston Consulting Group BCG). ويتمثل هذا المؤشر في معدّل نمو السعر السوقى مضافاً إليه التوزيعات المنسوبة إلى السعر، ويتم احتسابه بالعلاقة التالية:¹⁴

$$TSR = \frac{P_0 - D + P_1}{P_0}$$

• P_0 : سعر السهم السوقى في بداية الفترة، P_1 : سعر السهم السوقى في نهاية الفترة، D : الأرباح الموزعة

الفرع الثاني: قيمة السهم الى ربحيته (Price /Earning Ratio) PER

يعتبر هذا المعدل ذو أهمية كبيرة في تقييم الأسهم على مستوى أسواق الأوراق المالية كونه يمثل دالة لنمو المؤسسة تبعاً لربحية السهم، فالمستثمر يقيّم السهم بناء على معدلات النمو في الربحية. ويعرّف المحللون أسهم المؤسسات التي تتميز بارتفاع هذا المؤشر على أنّها أسهم نمو (PEG (Price Earning growth) على عكس المؤسسات التي تتميز بانخفاض هذا المؤشر حيث يطلق على أسهمها أسهم القيمة (Value Stock)، وتعطى علاقة هذا المؤشر كالتالي:¹⁵

$$PER = \frac{PV}{EP_s}$$

• PV : قيمة السهم ؛ EP_s : ربحية السهم

وطبقاً لدراسة فابر أزيمّا (Fabre-Azema 2002) الخاصة بمجموعة من المؤسسات المسعرة ببورصة باريس بين الفترة 1991 و2000 ، فإن نموذج باتس (Bates) ومؤشر PER كانا حاضرين بقوة في تقييم أكثر من 30 % من المؤسسات المسعرة بالسوق الثانوية . حيث استطاع المستثمرون من الحصول على رؤية جيدة بخصوص الأرباح المحققة والموزعة على مستوى المؤسسات الاقتصادية وبالتالي اتخاذ قرار الاستثمار بهذه المؤسسات بالنظر إلى قيمتها السوقية.¹⁶

ثالثاً : تقييم قرار فتح رأس المال لكل من مجمع صيدال وفندق الأوراسي على قيمتهما السوقية:

3-1/ حساب عائد المساهم الكلي TSR و قيمة السهم إلى ربحيته PER

3-1-1/ عائد المساهم الكلي للمؤسستين خلال فترة ما بعد الاكتتاب من سنة 2001 إلى سنة 2005 :

جدول رقم (01): عائد المساهم الكلي لفندق الأوراسي بعد الاكتتاب العام

الوحدة : دج

فندق الأوراسي	2001	2002	2003	2004	2005
P ₀	368,33	257,08	255,00	260	275,00
P ₁	276,25	216,92	258,18	275	300,00
D	22	25	30	35	40
TSR	1,690	1,750	1,895	1,923	1,945

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على الموقع : WWW.SGBV.DZ

يظهر من خلال معطيات الجدول أعلاه، أن عائد المساهم الكلي في تطور مستمر عبر سنوات الدراسة من معدل 1,690 في سنة 2001 إلى معدل 1,945 في سنة 2005 وهذا راجع إلى الارتفاع المستمر في الأسعار السوقية لأسهم المؤسسة من سنة إلى أخرى وكذا زيادة الأرباح المحققة والموزعة عبر هذه السنوات. وهو ما يعني زيادة الطلب على أسهم المؤسسة نتيجة انتعاج المؤسسة لسياسة توزيع الأرباح سنوياً، هذا الارتفاع في الطلب من شأنه أن يؤثر إيجابياً على القيمة السوقية للمؤسسة نتيجة شعور المساهمين وجمهور المستثمرين بالرضا حول أداء المؤسسة المالي، وهو ما يُظهره التطور الحاصل في عائد المساهم الكلي (TSR) من سنة لأخرى.

الوحدة : دج

جدول رقم (02): عائد المساهم الكلي لمجمع صيدال بعد الاكتتاب العام

2005	2004	2003	2002	2001	مجمع صيدال
345,00	380,00	430,00	485,00	790,00	P ₀
200,00	345,00	380,00	430,00	510,00	P ₁
20	20	24	09	40	D
1,522	1,855	1,827	1,868	1,594	TSR

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على الموقع : WWW.SGBV.DZ

ما يلاحظ على هذا الجدول هو الانخفاض الحاصل في أسعار مجمع صيدال في بداية السنة المالية ونهايتها خلال سنوات الدراسة، أي من قيمة 510 دج سنة 2001 إلى غاية 200 دج سنة 2005 وهو ما يعني انخفاض قيمة السهم خلال خمس (05) سنوات إلى أكثر من 50%. على الرغم من هذا الانخفاض في القيم السوقية اتبع المجمع سياسة توزيع للأرباح من أجل المحافظة على مكتسبات المساهمين الحاليين والقدامى على اعتبار أن هذه التوزيعات هي إشارات إيجابية لجمهور المستثمرين أن المجمع قادر على تحقيق الأرباح وتوزيعها، إلا أن هذه التوزيعات هي الأخرى انخفضت من 40 دج سنة 2001 إلى قيمة 20 دج سنة 2005 وهذا الأمر كان له الأثر على معدلات عائد المساهم الكلي والتي تظهر متذبذبة من سنة إلى أخرى ومن ثمة على قيمة المؤسسة السوقية.

3-1-2 / نسبة سعر السهم إلى ربحيته للمؤسستين خلال فترة ما بعد الاكتتاب العام من سنة 2001 إلى 2005:

جدول رقم (03): نسبة سعر السهم إلى ربحيته لفندق الأوراسي بعد الاكتتاب العام

2005	2004	2003	2002	2001	فندق الأوراسي
					مؤشرات السيولة
0,437	0,422	0,353	0,252	0,147	نسبة السيولة العامة
0,386	0,315	0,315	0,223	0,128	نسبة السيولة المتوسطة
0,090	0,056	0,059	0,098	0,034	نسبة السيولة الجاهزة
					نسب المردودية
20,80%	16,46%	15,23%	13,33%	10,54%	المردودية المالية
08,48%	06,94%	06,45%	05,62%	05,55%	المردودية الاقتصادية
					نسب المديونية
0,508	0,509	0,512	0,522	0,531	نسب الاستقلالية المالية
1,246	1,206	1,208	1,238	1,090	معدلات تغطية الديون
300,112	275,116	260,06	240,05	322,29	قيمة السهم في المتوسط
78,811	59,446	50,311	41,646	33,132	الأرباح الصافية لكل سهم
3,808	4,628	5,169	5,764	9,727	سعر السهم إلى ربحيته

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

يظهر من معطيات الجدول أعلاه، أن فندق الأوراسي قد حقق معدلات لا بأس بها من حيث الآتي :

- ✓ **مؤشرات السيولة:** حققت المؤسسة نسب سيولة عامّة تراوحت قيمها بين 0,147 سنة 2001 و 0,437 سنة 2005، وهي مؤشرات إيجابية على مدى قدرة المؤسسة على خلق تدفقات نقدية موجبة في المدى القصير من خلال الدورة الاستغلالية.
- ✓ **نسب المديونية:** إن الأرقام الإيجابية التي حققتها المؤسسة بخصوص مؤشرات السيولة وتغطية المال المتداول (FR) للاحتياج في رأس المال العامل (BFR) وبالتالي قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها في المدى القصير، جعل من نسب الاستقلالية المالية تفوق معدّل 50 % خلال جميع سنوات الدراسة. هذا يعني وجود المؤسسة في وضعية مالية مريحة قادرة على تحقيق أرباح وزيادة قيمتها السوقية.
- ✓ **نسب المردودية:** إن معدّلات المردودية المالية هي الأخرى عرفت تطور في الاتجاه الموجب من معدّل : 10.54 % سنة 2001 إلى ما نسبته 20.80 % سنة 2005 وهو ما يعني أن الأموال الخاصة لمؤسسة فندق الأوراسي حققت مردود إيجابي من خلال عملية فتح رأس المال للاكتتاب العام وبالتالي بناء هيكل مالي ذو توليفة (مزيج تمويلي) قادر على خلق قيمة مضافة للمؤسسة، أمّا معدّلات المردودية الاقتصادية فهي الأخرى كان تغييرها ايجابي بارتفاع معدّلاتها من 5,55 % سنة 2001 إلى قيمة 8,48 % سنة 2005 ، وهو من شأنه المساهمة في ارتفاع قيمة المؤسسة الاقتصادية.
- ✓ إن هذه المؤشرات الإيجابية جعلت المؤسسة تتبع سياسة ثابتة في توزيعات الأرباح السنوية الصافية، هذه الأخيرة كان ارتفاعها خلال سنوات الدراسة غير تناسبي مع حجم الارتفاع في متوسط الأسعار السوقية لأسهم المؤسسة. وهو الأمر الذي نتج عنه معدّلات PER موجبة ومتناقصة من سنة لأخرى، (مقدار الزيادة في قيمة الأرباح الموزعة لا يعكس ارتفاع القيم السوقية لأسهم المؤسسة).

الوحدة : %

جدول رقم (04): نسبة سعر السهم إلى ربحيته لمجمع صيدال بعد الاكتتاب العام

2005	2004	2003	2002	2001	مجمع صيدال
					مؤشرات السيولة
0,666	0,667	0,667	0,678	1,752	نسبة السيولة العامة
0,366	0,364	0,422	0,331	0,034	نسبة السيولة المتوسطة
0,048	0,041	0,085	0,073	0,007	نسبة السيولة الجاهزة
					نسب المردودية
8,85%	8,05%	8,83%	7,63%	6,41%	المردودية المالية
3,76%	3,51%	3,95%	3,55%	2,35%	المردودية الاقتصادية
					نسب المديونية
0,541	0,529	0,513	0,489	0,074	نسب الاستقلالية المالية
1,301	1,215	1,141	1,294	1,333	معدلات تغطية الديون
434,205	344,986	379,770	381,380	600,083	قيمة السهم في المتوسط
54,521	45,621	48,231	45,123	44,977	الأرباح الصافية لكل سهم
7,964	7,562	7,874	8,452	13,342	سعر السهم إلى ربحيته

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية للمجمّع

تبعاً للمؤشرات الظاهرة أعلاه، يمكن الحكم على السياسة المالية لمجمع صيدال من خلال النقاط الآتي ذكرها:

✓ **مؤشرات السيولة:** حققت المؤسسة نسب سيولة عامّة تراوحت قيمها بين 1,752 سنة 2001 و 0,666 سنة 2005، أي أن الشركة لا تعاني من حالة العسر المالي في مواجهة دائتيها على المدى المتوسط والقصير. حيث تظهر معدلات السيولة المتوسطة مستقرة نوعاً ما وتحكم المؤسسة في أحال البيع والشراء حتى لا تقع في حالة عدم القدرة على السداد وبالتالي العسر المالي الفني. بالإضافة إلى تخصيص جزء من السيولة كقيدية جاهزة لتسديد الديون القصيرة مباشرة من البنك أو الصندوق مع مراعاة حجم هذه السيولة القليلة نوعاً ما (من قيمة 0,007 سنة 2001 إلى قيمة 0,048 سنة 2005) حتى لا تتحمل الشركة تكلفة الفرصة الضائعة.

✓ **نسب المديونية:** إن الأرقام الايجابية التي حققتها المؤسسة بخصوص مؤشرات السيولة وتغطية المال المتداول (FR) للاحتياج في رأس المال العامل (BFR) وبالتالي قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها في المدى القصير، جعل من نسب الاستقلالية المالية تفوق معدّل 50 % خلال جميع سنوات الدراسة باستثناء سنة 2001 . وهو ما يعني وجود استقرار مالي تتمتع به الشركة مع إمكانية الصعود أو النزول بمعدّلات ضعيفة في هذه النسب من سنة الى أخرى.

✓ **نسب المردودية:** إن معدّلات المردودية المالية هي الأخرى عرفت تطور في الاتجاه الموجب من معدّل 6.41 % سنة 2001 إلى ما نسبته 8.85 % سنة 2005 وهو ما يعني أن الأموال الخاصة لمجمّع صيدال كان لها مردود مقبول من خلال عملية فتح رأس المال للاكتتاب العام وبالتالي بناء هيكل مالي ذو توليفة (مزيج تمويلي) قادر على خلق قيمة سوقية مضافة للمؤسسة، أمّا معدّلات المردودية الاقتصادية فهي الأخرى كان تعيّرّها إيجابي بارتفاع معدّلاتها من 2,35 % سنة 2001 إلى قيمة 3,76 % سنة 2005 ، وهو الأمر الذي من شأنه المساهمة في زيادة قيمة المؤسسة الاقتصادية.

✓ إن كل هذه المؤشرات الايجابية جعلت المؤسسة تتبع سياسة ثابتة في توزيعات الأرباح السنوية الصافية، هذه الأخيرة التي كان ارتفاعها خلال سنوات الدراسة غير تناسبي مع حجم الارتفاع في متوسط الأسعار السوقية لأسهم المؤسسة. وهو الأمر الذي نتج عنه معدّلات PER موجبة ومتناقصة من سنة لأخرى، بمعنى أن أسعار الأسهم السوقية ارتفعت من سنة لأخرى نتيجة توزيع الأرباح العادية من طرف المؤسسة، هذه الأرباح تحققت بموجب الزيادة في القيمة السوقية غير أن هذه الارتفاعات كانت غير متناسبة (مقدار الزيادة في قيمة الأرباح الموزعة لا يعكس مقدار الارتفاع في القيم السوقية للأسهم).

خلاصة:

يظهر من هذه الدراسة أن قرار الرفع في رأس مال المؤسسات الاقتصادية يعدّ خياراً من الخيارات التمويلية المتاحة أمام المدير المالي من أجل بناء هيكل مالي فعّال، أي ذو مزيج تمويلي يتميز بأدنى تكلفة ممكنة ويحقق للمؤسسة أعلى مردودية في ظل تقلبات وتعيّرات البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة. إن هذا القرار التمويلي بدخول بورصة الأوراق المالية سلاح ذو حدّين بتأثيره المباشر على

القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة في البورصة إما ايجابا بزيادة القيمة نتيجة ارتفاع أسعار الأسهم السوقية وإتباع المؤسسة لسياسة مالية تجعل المستثمر يرغب في شراء قيمها المنقولة والاستثمار فيها. أو في الاتجاه السليبي بالانخفاض في القيمة السوقية نتيجة ردة فعل السوق السلبية تجاه القيم المنقولة للمؤسسة أو عدم تحقيق و توزيع الأرباح مما يجعل المستثمر يعزف عن شراء أسهم المؤسسة وبالتالي انخفاض قيمها والتأثير المباشر على سمعة المؤسسة وقيمتها السوقية. إن كل هذا التوجّه لا بد له من وجود سوق مالية كفؤة تميزها الشفافية، مصداقية القوائم المالية المنشورة وكذا سهولة وصول المعلومة لجمهور المستثمرين في نف الوقت وبأدنى التكاليف، أمّا في حالة عدم كفاءة الأسواق كما هو الحال في دراستنا هذه يجعل من المؤشرات المحسوبة والنسب المالية ذات دلالة نسبية على الأداء المالي الحقيقي للمؤسسة الاقتصادية محل الدراسة.

ان النتائج المتوصل اليها تجعلنا نؤكد صحة الفرضية المطروحة آنفا بوجود تأثير لعملية فتح راس مال المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة على قيمتها السوقية. وهذا التأثير قد يكون ايجابيا او سلبيا تبعا لكفاءة سوق الاوراق المالية التي يتم بها تداول الاوراق المالية.

من هذا المنطلق وجب التركيز أكثر على تفعيل دور بورصة الجزائر في تحريك التنمية الاقتصادية، تمويل مختلف المؤسسات الاقتصادية، تكوين ورسكلة المستثمرين في مجال التمويل براس المال المخاطر . وهذا في ظل تكنولوجيا المعلومات وعصر الرقمنة الذي يجعل من البدائل الاستثمارية والتمويلية متاحة للجميع وبتكاليف معقولة مقارنة بالتمويل في ظل اقتصاد الاستدانة.

الاحالات والمرجع:

¹ إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية - دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص 245 .

² إلياس بن ساسي و يوسف قريشي ، المرجع نفسه ، ص 245 .

³ Pascal Barneto, Georges Gregorio, Finance manuel et applications ,2^{ème} édition, Dunod, Paris,France, 2009 , P 359 .

⁴ جوزيف أنطوان وماري كلير كاييو هوار (ترجمة : أمال ليلي سرييس)، قاموس الأسواق المالية، مطبعة الصفحات الزرقاء، دون رقم للطبعة، الجزائر، 2010، ص 334 .

⁵ محمد زرقون، انعكاسات إستراتيجية الخوصصة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية ، مجلة الباحث، العدد السابع ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر ، 2010، ص 02 .

⁶ سليمان سالم الشحومي، الاكتتاب العام والطرح الخاص، شركة الانطلاقة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، شارع عمر المختار، طرابلس، ليبيا ، 2008 ، ص 03 .

⁷ سليمان سالم الشحومي، مرجع سبق ذكره ، ص 24 .

⁸ سليمان سالم الشحومي ، مرجع سبق ذكره ، ص 26 .

⁹ خالد ادريس، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة، مذكر لنيل شهادة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة، الجزائر، 2008، ص 77 .

¹⁰ دبوب يوسف ، محاضرات في مقياس المؤسسة والأسواق المالية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012 .

¹¹ دبوب يوسف ، مرجع سبق ذكره .

¹² طارق عبد العال حمّاد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص12 .

¹³ Simon Parienté, Analyse financière et évaluation d'entreprise, Pearson éducation, 2^{ème} édition, paris, France, 2009.

P 143

¹⁴ Pierre VERNIMEN, finance d'entreprise, Dalloz, Paris, 8^{ème} édition, P 632.

¹⁵ محمد أتمن عزت الميداني ، الإدارة التمويلية في الشركات ، دون دار نشر ، دون رقم للطبعة ، جامعة الملك فهد للمعادن والبتروول ، الرياض ، السعودية ، 1993 ، ص 136 .

¹⁶ Simon Parienté, Analyse financière et évaluation d'entreprise, Pearson éducation, 2^{ème} édition, paris, France, 2009.

P 143