

قياس القيمة العادلة باستخدام نموذج مضاعف الربحية دراسة تطبيقية لأسهم المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2013-2015

د. بن العاربية حسين¹

بلبالى عبد السلام²

Abstract:

This research addresses the measurement of fair value using the P / E multiplier model for listed companies on the Algiers Stock Exchange for the period 2013-2015.

The study found that the shares of listed institutions in the Algerian Stock Exchange can be evaluated using the profit multiplier model. The results indicate that the required return of the study sample shares is smaller than the risk-free rate. The Beta is smaller than the correct one. Most of the shares of the institutions are (SAIDAL, EGH EL AURASSI, and NCA-ROUIBA) have lower market prices than their fair value, except for Alliance Assurances.

Keywords: fair value, market value, ordinary shares, profit multiplier, listed companies on the Algeria Stock Exchange.

المخلص:

يعالج هذا البحث قياس القيمة العادلة باستخدام نموذج مضاعف الربحية لأسهم المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2013-2015.

توصلت الدراسة إلى إمكانية تقييم أسهم المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر باستخدام نموذج مضاعف الربحية، كما أشارت النتائج إلى أن العائد المطلوب للأسهم عينة الدراسة أصغر من المعدل الخالي من المخاطرة، والمعامل بيتا للأسهم اصغر من الواحد الصحيح، وأن معظم أسهم المؤسسات (صيدال، م.ت.ف الأوراسي، أن.سي.أ. رويبة) أسعارها السوقية ادنى من القيمة العادلة لها، ماعدا سهم أليانس للتأمينات.

الكلمات المفتاحية: قيمة عادلة، قيمة سوقية، أسهم عادية، مضاعف الربحية، مؤسسات مدرجة ببورصة الجزائر.

مقدمة:

يُعد قياس اسعار الأسهم باستخدام منهج القيمة العادلة بدلاً من القيمة السوقية إنتقالاً نوعياً في مداخل القياس المحاسبي، فتقييم الأسهم وفق السعر العادل يساعد لإظهار المعلومات بشكل يعكس واقع السوق، ويضمن للمستثمرين المعلومات المساعدة في اتخاذ القرارات الإستثمارية، ففي حالة وجود سوق نشطة يمكن اخذ القيمة السوقية للأصل المراد تقييمه لتعبر عن السعر العادل الذي قد يقبله كل من المشتري والبائع، أما في حالة عدم وجود سوق نشطة يتم اللجوء إلى افتراضات واجتهادات شخصية لقياس القيمة العادلة.

وعليه جاءت إشكالية الدراسة كالتالي: مامدى امكانية قياس القيمة العادلة للمؤسسات المدرجة في البورصة الجزائر باستخدام نموذج مضاعف الربحية لإظهارها في التقارير المالية؟

1 جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر. Email: hbenlaria@yahoo.fr

2 جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر.

فرضيات الدراسة:

- يُمكن قياس القيمة العادلة للمؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية باستخدام نموذج مضاعف الربحية؛
- أسهم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر مقيمة اقل من القيمة العادلة لها.

هدف الدراسة:

يهدف هذا البحث إلى توضيح مفهوم القيمة العادلة ومبررات التوجه لاستعمالها فضلا عن استخدام التكلفة التاريخية أو القيمة الدفترية، وايضا التطرق إلى مختلف نماذج قياس القيمة العادلة مع الاخذ بدراسة تطبيقية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر وباستخدام نموذج مضاعف الربحية.

حدود الدراسة: تتمثل الحدود المكانية على المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، أما الحدود الزمنية للسنوات 2013 ، 2014 و 2015 ؛ كما أن الدراسة اقتصرت على استخدام نموذج مضاعف الربحية في قياس القيمة العادلة.

منهج البحث: تم استخدام المنهج الوصفي وهذا للإلمام والإحاطة بمختلف الجوانب النظرية التي تخص القيمة العادلة ونماذج قياسها، كما تم استخدام منهج دراسة الحالة في الدراسة التطبيقية لقياس القيمة العادلة لأسهم مجموعة المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر باستخدام نموذج مضاعف الربحية.

الدراسات السابقة: من خلال الإطلاع على الدراسات السابقة والتي تتعلق بموضوع البحث نلاحظ أن هذه الدراسات تختلف حسب نظرة كل باحث ونذكر منها:

كرار سليم عبد الزهرة، حسنين كاظم عوجة وحسنين راغب طلب، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية -دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية¹ -توصل البحث إلى إمكانية قياس القيمة العادلة لأسهم المصارف العراقية الخاصة باستخدام نموذج مضاعف الربحية، كما أن القيمة العادلة اكبر من القيمة السوقية لأسهم مصارف عينة البحث.

سامر فخري محي الدين عبيدات، استخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية -دراسة تطبيقية في بورصة عمان²، تم استخدام كلفة التمويل كمعدل خصم لحساب القيمة الحقيقية للأسهم الشركات الصناعية المساهمة في بورصة عمان (2006-1997)، ولتبيان مدى التفاوت بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية للسهم العادي تم استخدام نموذج خصم التوزيعات في حالة النمو الثابت وحالة النمو الصفري للشركة، خلصت الدراسة إلى إمكانية تطبيق النموذج، وظهرت نتائج التقييم أن التفاوت اقل بين متوسط القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للشركة المرفوعة في حالة النمو الثابت وكان التفاوت اكبر بين متوسط القيمتين للشركة غير المرفوعة في حالة النمو الصفري وأن معدل الموزون لكلفة راس المال اساس حساب القيمة الحقيقية للسهم العادي، كما توصل البحث

¹ كرار سليم عبد الزهرة وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية -دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية-، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، السنة التاسعة، العدد التاسع والعشرين، ص 189-218.

² سامر فخري محي الدين عبيدات، استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية -دراسة تطبيقية في بورصة عمان، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ال البيت، 2008.

إلى أن ارتفاع القيمة الحقيقية للسهم العادي عند استخدام نموذج النمو الثابت افضل من استخدام نموذج النمو الصفري في حالة الشركات المرفوعة وغير مرفوعة، كما تبين أن معظم اسعار أسهم الشركات مقيمة بأعلى مما تستحق في بورصة عمان.

هشام طلعت عبد الحكيم، انوار مصطفى حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) -دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية¹، خلصت الدراسة إلى امكانية الاعتماد على نموذج الخصم لتقييم الأسهم العادية وفي اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل في سوق العراق للاوراق المالية، كما أشارت النتائج ايضا إلى وجود تفاوت بين القيمة السوقية والقيمة العادلة لأسهم الشركات عينة الدراسة.

عماد عبد الحسين دلول، تقييم الأسهم العادية وتشكيل محافظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام (نموذج التأكد المعادل) -دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية²، تم اختيار عينة مؤلفة من خمسة عشر سهماً من أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق، خلصت الدراسة إلى امكانية الإعتماد على انموذج التأكد المعادل لتقييم الأسهم العادية ومن ثم اختيار الأمثل منها لتشكيل المحفظة الاستثمارية، ومن النتائج ايضا عدم وجود اي حالة تطابق بين القيمة العادلة والقيمة السوقية في جميع أسهم الشركات عينة البحث، بحيث لوحظ وجود فرق كبير بين القيمتين في أغلب هذه الأسهم وأن معظمها كانت مقيمة بأكثر مما يجب، وهو مايعكس ضعف كفاءة اداء سوق العراق للاوراق المالية.

محمد زرقون، فارس بن يدير، واقع تطبيق محاسبة القيمة العادلة في البيئة المحاسبية الجزائرية -دراسة ميدانية؛ فئة المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية وفئة الاكاديميين والمهنيين المحاسبين³، استخدم الباحث استبيان كأداة للبحث في الدراسة الميدانية خلصت الدراسة أن المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر (شملت عينة الدراسة مؤسسة صيدال ومؤسسة أن سي أ روية فقط) تطبق القيمة العادلة في القياس والإفصاح المحاسبي، كما أن لتطبيق القيمة العادلة أثر ايجابي على جودة المعلومات المحاسبية، كما توصلت ايضا إلى أن هناك عوائق وتحديات تجعل البيئة المحاسبية الجزائرية غير ملائمة لتطبيق القيمة العادلة ولعل ابرزها عدم جاهزية السوق المالي الجزائري.

¹ هشام طلعت عبد الحكيم، انوار مصطفى حسن، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) -دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية)، مجلة الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010، ص 52-67.

² عماد عبد الحسين دلول، تقييم الاسهم العادية وتشكيل محافظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام (نموذج التأكد المعادل) -دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، مجلة الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010، ص 38-51.

³ محمد زرقونوفارس بن يدير، واقع تطبيق محاسبة القيمة العادلة في البيئة المحاسبية الجزائرية -دراسة ميدانية؛ فئة المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية وفئة الاكاديميين والمهنيين المحاسبين-، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد 04، جوان 2016، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، ص1-20.

محمد حسان بن مالك، محمد بشير غوالي، أثر القياس المحاسبي المستند إلى القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية للشركات الناشطة في الجنوب الشرقي - دراسة تطبيقية¹ - استخدم الباحث استبانة في الدراسة الميدانية، خلصت الدراسة إلى إنقسام واضح حول القيمة العادلة بين مؤيد ومعارض، وأن القيمة العادلة تتمتع بالموثوقية لدى المهتمين وتلائم جميع الاطراف ذات الصلة، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير ايجابي لإستعمال القيمة العادلة في الرفع من الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية. هوام جمعة، حديدي آدم، أثر وإمكانية تطبيق محاسبة القيمة العادلة في المصارف الإسلامية²، حاولت الدراسة إلى البحث عن إيجاد أرضية مشتركة بين معايير المحاسبة الدولية وكذا المعايير المحاسبية الإسلامية، وإمكانية توجه هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية والإسلامية نحو معايير محاسبة القيمة العادلة وإمكانية تطبيقها في المصارف الإسلامية من خلال عملية القياس والإفصاح والإعتراف، ومدى تحقيق وسائل القياس المحاسبية المبنية على اساس القيمة العادلة للمقاصد الشرعية خلصت الدراسة إلى أن نموذج محاسبة القيمة العادلة لها آثار ايجابية على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية وخاصة خاصية الملاءمة لذلك يمكن استعادة المصارف الإسلامية من تطبيق هذا النموذج بما يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. محاور الدراسة: لقد تم إنجاز هذا العمل بتقسيمه إلى محورين الاول بعنوان الإطار النظري للقيمة العادلة وطرق قياسها، والمحور الثاني بعنوان الإطار التطبيقي للدراسة.

المحور الأول : الإطار النظري للقيمة العادلة وطرق قياسها

أولاً: ماهية القيمة العادلة

1- تعريف القيمة العادلة

لغة: القيمة العادلة ترتبط بالفعل فعل قيم والفعل عدلٌ، حيث يقال قِيم الشيء تقيماً أي قدر قيمته³، ويقال عدل بين الشئيين او وازن بينهما وجعل الشيء مثله قائماً مقامه والعدل هو الإنصاف واعطاء المرء ماله واخذ ما عليه. اصطلاحاً: تعرف القيمة العادلة وفق ماجاء في المعيار الدولي IFRS 13 قياس القيمة العادلة على أنها السعر الذي يمكن الحصول عليه نتيجة بيع أصل، او دفعه لتحويل التزام بموجب معاملة منظمة بين المشاركين في السوق في تاريخ القياس⁴. كما تعرف ايضاً بأنها المبلغ الذي يمكن أن تتم مبادلة الاصل به او سداد الالتزام بين اطراف مطلعة وراغبة في التعامل على اساس التبادل التجاري⁵.

¹ محمد حسان بن مالك و محمد بشير غوالي، اثر القياس المحاسبي المستند الى القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية للشركات الناشطة في الجنوب الشرقي - دراسة تطبيقية، مجلة الباحث، عدد 15، 2015، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، ص 171-178.

² هوام جمعة، حديدي آدم، أثر وإمكانية تطبيق محاسبة القيمة العادلة في المصارف الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي ICIEF حول: « النمو والعدالة والاستقرار: من منظور إسلامي»، 11/09 سبتمبر 2013، اسطنبول، تركيا.

³ مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، الطبعة الرابعة، مكتبة الشروق الدولية، مصر، 2004، ص 768.

⁴ الموقع الالكتروني: <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13> تاريخ النصفح: 2017/02/02 الساعة 14:34.

⁵ لخضر علاوي، معايير المحاسبة الدولية IAS/IFRS دروس وتطبيقات محلولة، دار النشر الاوراق الزرقاء العالمية، الجزائر، 2012، ص 216.

وتعرف ايضاً المبلغ الذي يمكن أن يتم من اجله تبادل الاصل أو الخصوم منتهية بين اطراف على دراية كافية وموافقة وعاملة ضمن شروط المنافسة الاعتيادية.¹

وعرفها المشرع الجزائري وفقاً للمادة رقم 06 من نظام 08-09 المتعلق بقواعد التقييم والتسجيل المحاسبي للأدوات المالية من طرف البنوك والمؤسسات المالية القيمة العادلة: هي المبلغ الذي يمكن على اساسه تبادل اصل ما، او إنقضاء خصم ما، بين اطراف على اطلاع جيد، راضية وتعمل ضمن شروط من المنافسة العادية.² وحسب بيان مفاهيم المحاسبة المالية المقترح عن FASB القيمة العادلة للأصل (أو الإلتزام) هي المبلغ الذي يمكن أن يشتري به او يباع ذلك الموجود في معاملة جارية بين اطراف متراضية أي ليس في عملية بيع جبرية أو بيع تصفية.³

2- مبررات استخدام القيمة العادلة في القياس المحاسبي:⁴

- تُمكن من القياس الملائم والواقعي للأصول الثابتة والإلتزامات والإفصاح عنها بالقوائم المالية بشكل مقبول ومفهوم لجميع المستفيدين ولجميع الاغراض حيث اصبح الاعتماد على مفهوم التكلفة التاريخية أقل ملائمة ودلالة؛
 - تعمل على تصحيح المناخ العلمي للوحدات الاقتصادية عند نشر المعلومات المحاسبية من الأصول والإلتزامات عند إعادة تقييمها وأثر ذلك على ربحية الوحدة الاقتصادية؛
 - تعمل على توفير مناخ اكثر واقعية للأرباح في ظل المخاطرة المختلفة؛
 - تعمل على تحسين تشغيل اداء الوحدات الاقتصادية وتحسين صور الاداء؛
 - تعمل على توفير قوائم مالية عادلة وحقيقية لأغراض الدمج بين الوحدات الاقتصادية.
- يتضح من التعاريف السابقة أن مفهوم القيمة العادلة يقوم على محورين كما يلي:
- المحور الأول: الاطراف الداخلة في الصفقة، ويفترض توفر ما يلي:
- أن تتم الصفقة بين اطراف غير ذوي علاقة: فأحد الجوانب الهامة للطريقة التي تفسر بها القوائم المالية هي أن الصفقات والعمليات عادة تتم على اساس متوازن، بمعنى أن الصفقة تتم بين طرفين مستقلين، وكل منهما يسعى للتفاوض على أحسن شروط يمكن الحصول عليها؛
 - أن تتم الصفقة بين أطراف راغبة في عقد الصفقة ومطلعة على الحقائق الأساسية ذات الصلة، ولا توجد معلومات مهمة لدى طرف دون الآخر، وهو ما يطلق عليه عدم تماثل المعلومات.

¹ الجريدة الرسمية العدد 19، 25 مارس 2009، ص 87.

² المرجع السابق، ص 20.

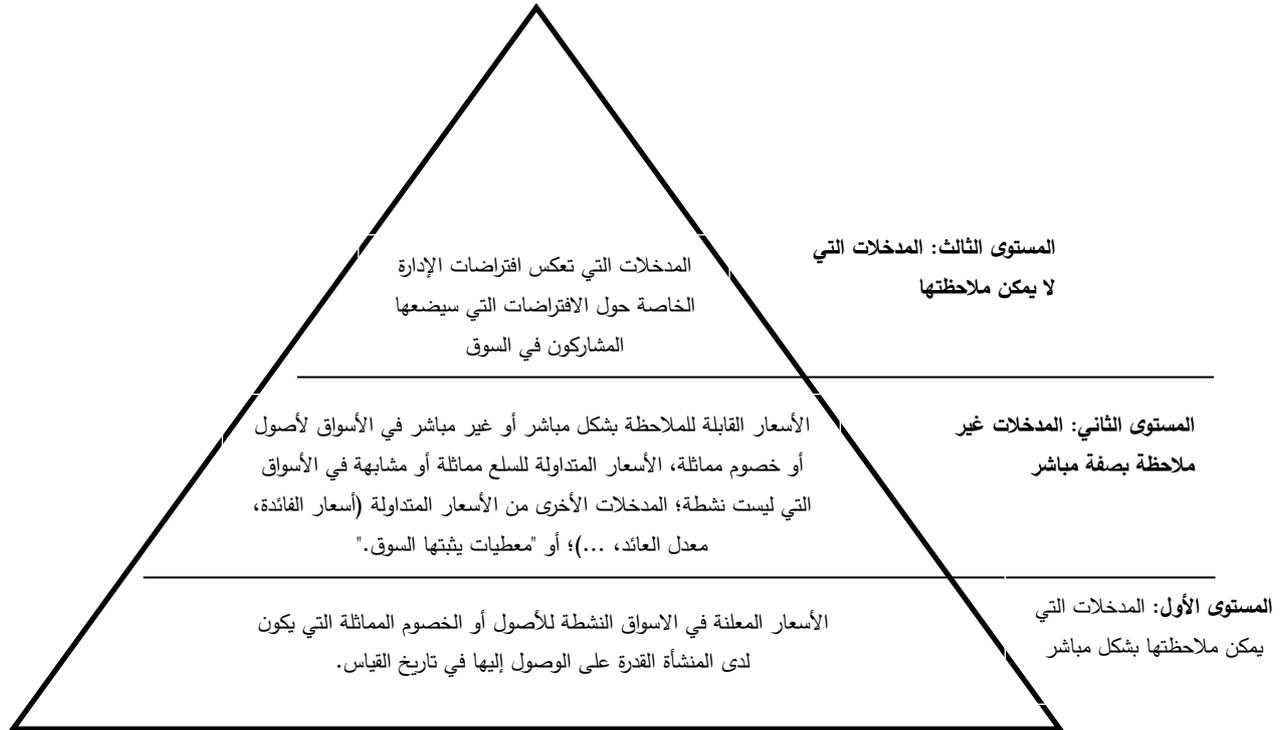
³ زهير خضر ياسين، القياس المحاسبي بين الكلفة التاريخية والقيمة العادلة، مجلة المنصور، العدد 14 خاص، الجزء الثاني، العراق، 2010، ص 155.

⁴ محمد زيدان إبراهيم، المحاسبة عن القيمة العادلة لأغراض تنظيم عوائد الدمج المصرفي في إطار المعايير المحاسبية: بالتطبيق على البنوك التجارية في مصر، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، 2001، ص 95-127.

المحور الثانى: الظروف التى تتم فيها الصفقة ويشترط أن تكون هذه الظروف طبيعىة (عادية)، فالصفقات التى تتم مثلا فى ظروف التصفية لا تعبر عن القيمة العادلة، لأن البائع فى هذه الحالة يكون مجبرا على البيع وكلما زاد الوقت للعثور على مشتري زاد التحريف فى القيمة العادلة.¹

3- التسلسل الهرمى لمدخلات (مستويات) القيمة العادلة:

يوضح الشكل (01) مستويات القيمة العادلة



Source: Steven M. Bragg, *Interpretation and Application of generally accepted accounting principles, wiley, GAAP 2011, JOHN WILEY & SONS, INC. the United States of America, p 167.*

من خلال الشكل نلاحظ أنه فى المستوى الأول القيمة العادلة هى تلك القيمة التى يتم الحصول عليها مباشرة من الأسعار المدرجة فى الأسواق النشطة، وتكون هذه القيمة أكثر موضوعية وغير متحيزة، أما فى المستوى الثانى القيمة العادلة هى تلك القيمة التى لم يتم الحصول عليها مباشرة من الأسعار المدرجة ولكن يمكن استخلاصها من بيانات سوقية واضحة، أما فى المستوى الثالث القيمة العادلة هى تلك التى لا يمكن الحصول عليها من بيانات سوق يمكن ملاحظتها، ولكن يتم تحديدها باستخدام نماذج التقييم الداخلية.

إلا أنه فى معظم الأحيان يتم تطبيق محاسبة القيمة العادلة فى المستوى الثانى أو الثالث.

4- محددات قياس القيمة العادلة: يتطلب قياس القيمة العادلة أن تحدد المؤسسة مايلي:²

- نوع الاصل او الالتزام الذى سيتم قياسه؛

¹ طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة، المحاسبة عن الاستثمارات والمشتقات المالية، الجزء الثالث، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002/2003، ص 62-63.

² طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة، الجزء الرابع، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2016، ص 519، 520.

- بالنسبة للاصول غير المالية تحديد ماهو افضل استخدام ممكن للاصل، وهل يتم استخدامه منفردا او مع مجموعة اخر من الاصول تعمل معا (وحدة توليد النقد) مثل خط إنتاج مثلا، او فرع اوخط سيارات؛
- السوق الذي سوف تتم فيه المعاملة ذات الصلة؛

- أساليب التقييم المناسبة عند تقييم القيمة العادلة وينبغي الحد من المدخلات التي لايمكن ملاحظتها وأن تكون المدخلات المستخدمة متسقة مع المدخلات التي يستخدمها المشاركون في السوق عادة.

5- كيفية التقييم بالقيمة العادلة: هناك ثلاث طرائق متسقة يمكن استخدامها:¹

أ- طريقة السوق: الاسعار الملاحظة ومعلومات اخرى منبثقة من العمليات الحقيقية لاصل مشابه او قابل للمقارنة، وهناك تقنيتان:

-سوق متعدد: مشتقة لسلسلة مقارنة؛

-مصنوفة للتسعير: تقنية رياضية تستعمل اساسا بالنسبة للسندات والتي لاتأخذ سعر محدد لسند ولكن تستعمل *benchmark* من السندات المسعرة.

ب- طريقة الدخل: استعمال تقنيات التقييم عن طريق الإستحداث، إما استعمال نموذج *Black-Scholies* *Merton*، أو نموذج ثنائي الحد ونموذج *Multiperiod excess Earnings* لبعض الاصول المعنوية لتحويل التدفقات المستقبلية إلى مبلغ وحيد مستحدث.

ج- طريقة التكلفة: عبارة عن المبلغ الضروري لتعويض قدرة الإنتاج أو الخدمة للاصل، حيث تؤخذ التكلفة لشراء اصل بديل لاستخدام مقارن معدلة بالتدهور - الاهتلاك، التذني المحاسبي-. من الضروري في بعض الاحيان استعمال عدة تقنيات، ويجب ترجيح نتيجة كل تقنية للتوصل إلى تشابه السعر في المدى للسعر، فقياس القيمة العادلة هو النقطة التي تمثل الافضل للقيمة العادلة في هذه الظروف.

6- مزايا وعيوب استخدام القيمة العادلة: تتمثل مزايا تطبيق القيمة العادلة في:²

- تعكس ظروف السوق الحالية وتقدم قابلية مقارنة لقيمة الادوات المالية خلال اوقات مختلفة؛

- توفر معلومات مالية موثوقة وملائمة لاتخاذ القرار الاقتصادي الصحيح؛

- تمكن من التنبؤ بالسيولة النقدية المستقبلية التي هي الحاجة الاساسية للمستثمرين الحاليين والمتوقعين والدائنين؛

- تخفف إلى حد كبير من حدة تباين المعلومات بين الاطراف الداخلية والخارجية؛

- توفر صورة اكثر شفافية للوضع المالي للمنظمة، وما يرافقها من تأثيرات على سلوك مستخدمي البيانات المالية وسلوك الاسواق المالية.

¹ - شعيب شنوف، زاوي اسماء، دور محاسبة القيمة العادلة في الازمة المالية العالمية، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية والدولية والحوكمة العالمية، ايام 20-21 اكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 12.

² صباي فلوح، عيسى هاشم حسن، محاسبة القيمة العادلة في شركات التامين-دراسة تطبيقية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد1، 2011، سوريا، ص133.

أما عيوب استخدام القيمة العادلة تتمثل في:¹

- تحمل مصاريف إضافية تؤدي إلى رفع التكلفة، للقيام بالتقديرات والتقييمات المترتبة على إتباع مفهوم القيمة العادلة إذا لم يتوفر سوق لبعض البنود سيتطلب بذل جهود كبيرة، مما قد لا يعود على المؤسسة بعائد يتناسب مع التكلفة الإضافية؛

- للقيام بالمهام المطلوبة وفق متطلبات مفهوم القيمة العادلة تتطلب فترة زمنية أطول لجمع البيانات وإعداد القوائم المالية، مما قد يؤدي إلى تأخير إعداد هذه القوائم وما يترتب ذلك من عدم استيفاء لبعض المتطلبات الإفصاح، أو الاشتراطات المطلوبة من الجهات الرسمية والقانونية، وتأخير وصول معلومات إلى مستخدمي البيانات المالية؛

- القيمة العادلة هي البديل لمبدأ التكلفة التاريخية، وعليه ساهمت بالتالي في زيادة البدائل وتنوع الحلول بدلاً من الاقتصاد على مفهوم واحد يساعد على التوحيد.

ثانياً: ماهية الأسهم العادية

1- مفهوم الأسهم العادية: السهم في حقيقته جزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهماً، ويُمثل هذا السهم بصك يُثبت ملكية المساهم له، ويسمى هذا الصك - ايضاً - سهماً، فالسهم إذاً هو حق الشريك في الشركة، وهو ايضاً الصك المثبت لهذا الحق.² ويعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الاسواق المالية ويسمح لها بالتداول في الاسواق الثانوية، تضمن الأسهم العادية حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها.³

كما تتميز الأسهم العادية بخاصيتين اساسيتين وهي كالتالي:⁴

- أنها تمنح مقسوم الارباح للمستثمر عندما يكون هناك توزيع للارباح من قبل الشركة، اي أن الشركة تدفع مقسوم نقدي كأرباح إلى المستثمر، بمعنى اخر عندما يمتلك المستثمر السهم العادي فمن المتوقع الحصول على مقسوم ارباح.

¹ هوام جمعة، حديدي آدم، أثر وإمكانية تطبيق محاسبة القيمة العادلة في المصارف الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي ICIEF حول: « النمو والعدالة والاستقرار: من منظور إسلامي»، 11/09 سبتمبر 2013، اسطنبول، تركيا، ص 40-41.

² مبارك بن سليمان آل فواز، الاسواق المالية من منظور اسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 11.

³ - محمد عوض عبد الجواد، الاستثمار في البورصة (اسهم-سندات-اوراق مالية)، الطبعة الاولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 88.

⁴ هشام طلعت عبد الحكيم، انوار مصطفى حسن، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) -دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية)، مجلة الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010، ص 56.

- بالإمكان بيع السهم للحصول على ربح في المستقبل عندما يرتفع سعر بيعه عن سعر شرائه، أي إمكان تحقيق مكاسب رأسمالية، وبشكل عام يقدم المستثمر على شراء الأسهم العادية عندما يتوقع الحصول على ربح في المستقبل.

2- أنواع الأسهم العادية: تنقسم أنواع الاسهم العادية إلى:¹

الأسهم المصنفة: تعتمد في تبويبها على طبيعة الاعمال للجهة المصدرة وسلوك المستثمر وتفضيلاته، بجانب ذلك تقوم شركات مالية متخصصة في الاسواق العالمية بتصنيف الأسهم بناءً على طبيعة الدخل الذي يتوقع أن يحصل عليه المستثمر ونوعه.

أسهم النمو: تعود لشركات تتعامل بمنتجات ذات تكنولوجيا عالية تحتاج إلى احتجاز الأرباح لإعداد دراسات متطورة ومستمرة من شأنها أن تحقق عائداً متميزاً يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم مستقبلاً، لكن بالمقابل يتحمل المستثمر في أسهم تلك الشركات مخاطر عالية في حالة عدم الوصول إلى الهدف من احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها.

أسهم دفاعية: أي لا يتوقع أن يتعرض عائدها إلى الإنخفاض في فترات الكساد بل قد تحقق عائداً يفوق عائد معدل عائد السوق.

أسهم المضاربة: هي الأسهم التي يكون فيها احتمال كبيراً لتحقيق عائد منخفضاً أو سالباً خلال فترة معينة مقابل احتمال ضئيل للعائد المتميز.

3- مفاهيم القيمة للسهم: يمكن التمييز بين العديد من القيم وهي كالآتي:²

القيمة الإسمية: هي القيمة المثبتة في شهادة السهم، والتي في الغالب تحدد وفق قانون الشركات في البلد المعني، لذلك يمكن أن يطلق عليها القيمة القانونية، وهي قيمة متساوية لجميع الأسهم المصدرة والتي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر براس مال الشركة.

القيمة الدفترية: وهي القيمة المثبتة في سجلات الشركة وتمثل حق الملكية في الميزانية العمومية، وتعتبر هذه القيمة مؤشراً لقوة حقوق المالكين، وتحسب القيمة الدفترية للسهم الواحد بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية القائمة.

القيمة السوقية: وهي القيمة النقدية المدفوعة عند نقطة زمنية محددة وتتحدد هذه القيمة بفعل عوامل العرض والطلب في بورصة الأوراق المالية.

¹ ارشد فؤاد التميمي، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الاردن، 2009، ص 162، 159 و163 بتصرف.

² ارشد فؤاد التميمي، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الاردن، 2009، ص 160، 159 و161 بتصرف.

القيمة الحقيقية: وهي تلك القيمة التي تبررها حقائق مالية واقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة (الحجم) ومقسوم الأرباح المتوقع توزيعها ومعدلات النمو المتوقعة في الأرباح ، فهي القيمة المخصصة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين ويطلق عليها في بعض الأحيان بالقيمة العادلة.

ثالثاً: نماذج قياس القيمة العادلة للأسهم العادية

توجد العديد من النماذج لقياس القيمة العادلة للأسهم العادية ومن بين أهمها مايلي:

1- نموذج تقييم الأرباح: هو نموذج لتقييم الأسهم العادية وذلك على اساس ربحيته، حيث تحتسب ارباح السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المتحققة على عدد الأسهم المصدرة، فإن تقييم السهم على أساس هذا النموذج يعني الموافقة على فكرة أن الأرباح المتحققة من حق أصحاب الأسهم، فلا بد أن يكون تقييم السهم على اساس ربحيته المستقبلية وليس توزيعاته، ومن خلال المعادلة التالية نعرض فكرة *Modikilliani & Miller* للتعبير عن نموذج تقييم السهم العادي بالإستناد إلى الأرباح:¹

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{E_t - I_t}{(1 + k)^t}$$

حيث أن:

E_t : ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة t من الإستثمارات الجديدة؛

I_t : الأرباح المحتفظ بها (المحتجزة) في الفترة t لإستثمارات الوحدة المستقبلية.

2- نموذج خصم التدفقات المتوقعة:² عند استخدام نموذج خصم التدفقات والتوزيعات يجب النظر إلى سياسة التوزيع وكذا نوعية القطاع التي تعمل به الشركة من أجل استخدام نموذج الخصم المناسب، وباستخدام هذا النموذج يتم تقدير القيمة الحقيقية للسهم والمتمثلة في خصم توزيعات الأرباح المستقبلية بسعر خصم مناسب، هناك ثلاثة أنواع من نماذج التوزيعات وهي:

أ- نموذج النمو الصفري: يستخدم هذا النموذج في الأسهم التي تتصف توزيعات الأرباح عليها بعدم النمو مثل الأسهم الممتازة، وفي هذه الحالة يكون النموذج كالتالي:

$$V = \frac{D_t}{K_e}$$

حيث أن:

D_t : توزيعات الأرباح المتوقعة؛

¹ كرار سليم عبد الزهرة واخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية -دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية-، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، السنة التاسعة، العدد التاسع والعشرين، ص 200-201.

² ابراهيم الكراسنة، ارشادات عملية في تقييم الاسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، ابو ظبي، 2010، ص30-33، بتصرف.

K_e : سعر الخصم المناسب.

ب- نموذج النمو الثابت: يأخذ الصيغ التالية:

$$V = \frac{D_t}{(K_e - g)}$$

حيث أن :

D_t : توزيعات الأرباح المتوقعة:

K_e : سعر الخصم المناسب؛

g : نسبة نمو توزيعات الأرباح.

ج- نموذج النمو المتغير: يستخدم هذا النموذج في تقييم أسهم الشركات التي تمتاز توزيعات الأرباح فيها بعدم الإستقرار، والنموذج الذي يستخدم في التقييم هو:

$$V = \sum_{t=0}^n [D_0(1 + g_1)^t / (1 + K)^t] + \sum_{t=n}^{\infty} [D_n (1 + g_2)^t - n / (1 + K_e)^t]$$

حيث أن:

g_1 : نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح للمرحلة الأولى؛

g_2 : نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح لمرحلة النضوج؛

P : القيمة العادلة ؛

D_0 : توزيعات الأرباح المتوقعة في المرحلة الأولى؛

D_n : توزيعات الأرباح خلال فترة النضوج؛

K_e : سعر الخصم المناسب.

3- نموذج التدفق النقدي:¹ يقوم هذا النموذج على أساس أن الثروة المتأتية من أي أصل تتجسد في التدفقات النقدية المتأتية من هذا الأصل، حيث يلجأ الكثير من المحللين الماليين للتدفقات النقدية على أنها تتمثل في التكاليف غير النقدية وصافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم، ويأخذ النموذج الصيغة التالية:

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

حيث أن :

C_t : الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة .

¹ سامر فخري محي الدين عبيدات، استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية -دراسة تطبيقية في بورصة عمان، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ال البيت، 2008، ص 65.

4- نموذج التأكد العادل: يعد من بين النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم العادية، والذي قدمه كل من (Benzion & yagil) سنة 1987، ويأخذ النموذج الصيغة التالية:¹

$$V = \frac{EPS}{r} ((1 + r)/(1 + k))$$

حيث أن:

EPS: ربحية السهم العادي؛

r: معدل الخالي من المخاطرة؛

k: معدل العائد المطلوب.

5- نموذج مضاعف الربحية: يعرف هذا النموذج بنسبة سعر السهم إلى ربحيته أو المضاعف، لذلك يتم احتساب هذا النموذج لمعرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعداً لدفعها للحصول على سهم الوحدة الاقتصادية حيث يحسب هذا المضاعف من خلال سعر السهم السوقي على ربحيته، ويأخذ النموذج الصيغة التالية:²

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{(m)(E)}{(1 + k)^n}$$

بحيث:

V: القيمة العادلة للسهم؛

m: ربحية السهم؛

E: مضاعف الربحية؛

K: معدل العائد المطلوب.

6- نموذج والتر:³ سعى والتر في هذا النموذج إلى تقديم اطار لتقييم الأسهم العادية، وذلك على أساس الافتراض بأن سياسة توزيع الارباح تتوجه من خلال الغاية أو الهدف بتعظيم ثروة مالكين الأسهم العادية، من خلال اعتمادها على العلاقة احتجاز الارباح واعادة استثمارها في مشاريع مستقبلية، وبين درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب، وبهذا يكون والتر قد ركز على الارباح الموزعة والارباح المحتجزة، وذلك باعتبارهما عاملين مهمين في تحديد القيم العادلة للأسهم، ويأخذ النموذج الصيغة التالية:

$$V = \frac{E}{Bc} + \frac{Ba - Bc}{Bc} (E - D)$$

حيث أن:

¹ عماد عبد الحسين دلول، تقييم الاسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام (نموذج التأكد المعادل) -دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، مجلة الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010، ص 43.

² كرار سليم عبد الزهرة واخرون، قياس القيمة العادلة للاسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية -دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية-، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، السنة التاسعة، العدد التاسع والعشرين، ص 203.

³ سامر فخري محي الدين عبيدات، استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية -دراسة تطبيقية في بورصة عمان، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ال البيت، 2008، ص 66.

Bc: معدل العائد المطلوب؛

Ba: معدل العائد على الارباح المحتجزة-معدل النمو؛

E: ربحية السهم العادي؛

D: توزيعات الأرباح للسهم الواحد.

المحور الثاني: الإطار التطبيقي للدراسة.

أولاً: توصيف البيانات ومنهجية الدراسة.

1- عينة وحدود الدراسة:

يتمثل مجمع الدراسة في المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر بحيث بلغت عينة الدراسة 4 مؤسسة من مجتمع

البحث، يرجع هذا الاختيار على اساس عدة اعتبارات نذكر منها:

- أن تكون مؤسسات العينة مدرجة خلال سنوات الدراسة؛

- توفر المعلومات المماثلة؛

- أن لا تكون المؤسسة قد تعرضت لعملية اندماج أو استحواذ خلال فترة الدراسة؛

- لم تقم المؤسسة بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة.

كما تمثلت الفترة الزمنية للدراسة في 3 سنوات ابتداء من سنة 2013 إلى سنة 2015، وهي فترة كافية لحساب

متغيرات الدراسة اما الحدود المكانية فتمثلت على مجموعة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

2-البيانات: لقياس القيمة العادلة للأسهم عينة الدراسة تم جمع المعطيات اللازمة والمتمثلة في اسعار الاغلاق

والافتتاح لأسهم مؤسسات العينة، وتوزيعات الارباح السنوية لها ومضاعف السعر للعائد للسنوات 2013، 2014

و2015، وهذا بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر والمتوفرة على الموقع الإلكتروني للبورصة.

الجدول رقم 01: بيانات الدراسة

المؤسسة	سعر الافتتاح	سعر الاغلاق
سنة 2013		
صيدال	620	450
أن سي أ روبية	400	405
م.ت.ف الأوراسي	340	390
أليانس للتأمينات	825	610
سنة 2014		
صيدال	450	560
أن سي أ روبية	405	365
م.ت.ف الأوراسي	390	440
أليانس للتأمينات	610	595
سنة 2015		
صيدال	560	640

355	365	أن سي أ روية
480	440	م.ت.ف الأوراسي
540	595	أليانس للتأمينات
مضاعف السعر للعائد (PER) سنة 2015		
أليانس للتأمينات	م.ت.ف الأوراسي	أن سي أ روية
9.99	3.53	11.11
		3.59
		PER

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الجزائر 2013،2014،2015.

3- منهجية الدراسة: من أجل قياس القيمة العادلة للأسهم تم اختيار نموذج مضاعف الربحية وهذا راجع إلى كون هذا النموذج يعتمد على بيانات فعلية التي لاتحتاج إلى توقعات عكس النماذج الاخرى، ايضا البيانات المطلوبة لإعتماد هذا النموذج متوفرة للشركات المدرجة لبورصة الجزائر في حدود فترة الدراسة. فالقيمة العادلة وفق نموذج مضاعف الربحية تأخذ الشكل التالي:

$$V = \sum_{t=0}^n \frac{(m)(E)}{(1+k)^n} \dots \dots \dots (01)$$

بحيث:

V: القيمة العادلة للسهم؛

m: ربحية السهم؛

E: مضاعف الربحية؛

K: معدل العائد المطلوب.

لقياس القيمة العادلة يتم إستخراج معطيات المعادلة السابقة وأول خطوة نقوم بها هي حساب معدل العائد المطلوب (k)، والذي يأخذ الصيغة التالية:¹

$$K=Rj + \beta (Rm - Rj)$$

حيثأن:

Rj: العائد الخالي من المخاطرة؛

β: معامل بيتا؛

Rm:العائد السوقي للسهم.

ولحساب العائد السوقي للسهم سنأخذ العلاقة التالية:²

$$\frac{\text{سعر الإغلاق} - \text{سعر الإفتتاح}}{\text{سعر الإغلاق}} = \text{العائد السوقي للسهم}$$

¹ ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 43

² محمد صالح الخناوي واخرون، تحليل وتقييم الاوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001-2002، ص 5.

أما العائد الخالي من المخاطرة سيتم أخذ معدل سندات الخزينة العمومية فئة 5 سنوات، بمعدل 5.75%. ثم ننتقل مباشرة إلى حساب معامل بيتا وهو مقياس إحصائي للمخاطر النظامية ويقاس حساسية عائد الورقة المالية اتجاه عائد محفظة السوق حيث يمثل مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد الورقة المالية مقارنة بمعدل عائد السوق المتمثل في مؤشر السوق. ويحسب وفق العلاقة التالية:¹

$$\beta = \frac{cov(Rj; Rm)}{v(Rm)}$$

بحيث:

$cov(Rj; Rm)$: التباين المشترك بين عائد السهم السوقي وعائد محفظة السوق؛

$v(Rm)$: معامل التباين لعائد السهم السوقي.

ويحسب التباين المشترك بين عائد السهم السوقي وعائد محفظة السوق كما يلي:

$$cov(Rj; Rm) = \sum [(Rj - E(Rj))(Rm - E(Rm))] Pr$$

وبعد استخراج كافة البيانات يمكن استخدام المعادلة رقم 01 لحساب القيمة العادلة للسهم.

ثانياً: نتائج الدراسة

1- حساب عائد السهم:

الجدول رقم (02) يوضح عائد السهم للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2013-2015.

متوسط العوائد	العائد السوقي للسهم 2015	العائد السوقي للسهم 2014	العائد السوقي للسهم 2013	المؤسسة
0,0031746	0,14285714	0,24444444	-0,37777778	صيدال
-0,037939	-0,02739726	-0,09876543	0,01234568	أن سي أ روية
0,11577312	0,09090909	0,12820513	0,12820513	م.ت.ف الأوراسي
-0,15649539	-0,09243697	-0,02459016	-0,35245902	أليانس للتأمينات
	0,028483	0,06232349	-0,1474215	معدل العائد على المحفظة
	-0,01887167			معدل العائد على المحفظة لثلاث سنوات

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Excel.2013

¹ ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 173.

تشير النتائج إلى أن العوائد المحققة لبعض أسهم المؤسسات كان سالبا راجع ذلك إلى إختلاف بين سعر الإغلاق والإفتتاح في نشرات التداول أي أن سعر الإغلاق اقل من سعر الإفتتاح.

كما نلاحظ خلال سنة 2013 أن اكبر عائد سهم كان لمجمع تسيير فنادق الأوراسي، وأدنى عائد سهم كان لمؤسسة صيدال، أما سنة 2014 كان كبر عائد لمؤسسة صيدال وأدنى عائد لمؤسسة أن. سي. أ الروبية، اما يخص سنة 2015 فأكبر عائد كن لمؤسسة صيدال، وأدنى عائد لمؤسسة أليانس للتأمينات.

2- حساب المعامل بيتا β :

الجدول رقم 3: حساب المعامل بيتا

المؤسسة	التباين	التباين المشترك	بيتا
صيدال	0,11142353	0,03758796	0,33734314
أن سي أ روبية	0,00316977	-0,00545185	-1,71995318
م.ت.ف الأوراسي	0,00046366	-0,00088307	-1,90454553
أليانس للتأمينات	0,02995211	0,01946731	0,64994798

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Excel.2013

تبين النتائج أن معامل بيتا اقل من الواحد الصحيح في جميع المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر بمعنى أن العائد السوقي للمؤسسات يكون أقل تقلبا بتأثيرات عائد السوق صعودا ونزولا، وعليه تعتبر جميع أسهم الدراسة أسهم دفاعية (أي لا يتوقع أن يتعرض عائدها إلى الانخفاض في فترات الكساد بل قد تحقق عائدا يفوق عائد السوق، أما الإشارة السالبة فهي تدل على علاقة عكسية بينهما).

3- حساب معدل العائد المطلوب K:

الجدول رقم 04: معدل العائد المطلوب للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

المؤسسة	معدل العائد السوقي للسهم المؤسسات لعينة لـ 3 سنوات	بيتا	العائد المعدل الخالي من المخاطرة	معدل العائد المطلوب
صيدال	0,0031746	0,33734314	0,0575	0,0391737
أن سي أ روبية	-0,037939	-1,71995318	0,0575	0,22165062
م.ت.ف الأوراسي	0,11577312	-1,90454553	0,0575	-0,0534838
أليانس للتأمينات	-0,15649539	0,64994798	0,0575	-0,08158587

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Excel.2013

نلاحظ أن معدل العائد المطلوب لكافة المؤسسات اقل من العائد الخالي من المخاطرة، وهذا لا يعتبر حافظا للاستثمار في هاته الأسهم.

4- حساب القيمة العادلة

الجدول رقم (05) القيمة العادلة للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر سنة 2015.

المؤسسة	معدل العائد المطلوب	مضاعف السعر للعائد	ربحية السهم في السوق	القيمة العادلة	سعر الاغلاق
صيدال	0,0391737	3,59	40	399,128855	640
أن سي أ روية	0,22165062	11,11	12	271,584888	355
م.ت.ف الأوراسي	-0,0534838	3,53	30	354,975513	480
أليانس للتأمينات	-0,08158587	9,99	35	1246,59562	540

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Excel.2013

نلاحظ من خلال الجدول أن كل مؤسسات العينة ماعدا أليانس للتأمينات القيمة العادلة اكبر من قيمة السوق، إذ تبين أن اعلى قيمة عادلة كانت لمؤسسة أليانس للتأمينات وادنى قيمة عادلة كانت لـ أن.سي.أ روية، كما نلاحظ وجود تفاوت بين القيمة السوقية والقيمة العادلة مما يؤدي للمستثمرين حملة الأسهم إلى تحمل خسائر، فالتقييم الخاطئ للأسهم يؤدي إلى قرارات استثمارية غير رشيدة، فالمستثمرين في أسهم (أليانس للتأمينات) والتي كانت قيمتها العادلة أكبر من القيمة السوقية، فإن أي قرار استثماري لبيع تلك الأسهم سيكون قرار غير أمثل وغير رشيد فالمستثمرين الحاملين لهذه الأسهم والراغبين ببيعها بإمكانهم تحقيق ارباح أكبر في حالة ما إذا قيم السهم بقيمته العادلة، أي أنه كان من الممكن بيع السهم بسعر اكبر من السعر الذي تم بيعه به، اما بالنسبة للمستثمرين في أسهم (م.ت.ف الأوراسي ، أن سي أ روية و صيدال) والتي كانت قيمتها العادلة اقل من القيمة السوقية فإن أي قرار استثماري لشراء تلك الأسهم سيكون قرار غير سليم وغير رشيد فالمستثمرون الراغبون بشراء تلك الأسهم كان بإمكانهم تحقيق تكلفة أقل في حالة ما إذا قيم السهم بسعر أقل من السعر الذي تم شراءه به. كما يمكن القول أن كفاءة بورصة الجزائر ضعيفة وهذا راجع للاختلاف الكبير بين القيمة السوقية والقيمة العادلة لأن الأسعار لا تعكس حالة توازن السوق المالية لتؤثر مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح اتجاهات حركة الاسعار السوقية نحو قيمتها العادلة.

كما يمكن القول أيضا أن التفاوت بين القيمة السوقية والقيمة العادلة يرجع لعدة اسباب من بينها ما يلي:

- المضاربات والتلاعب في اسعار الأسهم في البورصة؛
- عدم توفر المعلومات عن اداء الشركة؛
- الافصاح غير كافي عن المعلومات من قبل الشركة؛

- تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين؛
- البطء في ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقا للمعلومات الواردة.

خاتمة:

من خلال هاته الدراسة نستخلص في الأخير مجموعة من النتائج والتوصيات وهي كالتالي:

النتائج:

- إمكانية الاعتماد على نموذج مضاعف الربحية لقياس القيمة العادلة لأسهم البورصة الجزائرية؛
- معامل بيتا للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر أقل من معامل بيتا السوق المساوي للواحد الصحيح، بمعنى أن مخاطرة المؤسسات ببورصة الجزائر اقل من مخاطرة السوق؛
- معدل العائد المطلوب للمؤسسات المدرجة ببورصة اقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة، وعليه لا يعتبر محفزا للاستثمار في هاته الأسهم.

التوصيات:

- البحث في تطوير العمل بالقيمة العادلة في ظل عدم توفر أسواق نشطة؛
- التنسيق بين أكاديميين ومنهي المحاسبة من اجل التعرف والتقرب من واقع التقييم المحاسبي والمحاولة من القضاء عل مشاكل واختلافات القياس والتقييم؛
- تفعيل المؤسسات ببورصة الجزائر ودمج المؤسسات غير المدرجة ايضا في البورصة من اجل تحقيق وتطبيق القيمة العادلة؛
- نشر روح الاستثمار في الأسواق المالية لدى الافراد والمؤسسات والسعي نحو تطوير بورصة الجزائر لتصل الى حد الكفاءة.

المراجع:

1. ابراهيم الكراسنة، ارشادات عملية في تقييم الاسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، ابو ظبي، 2010.
2. ارشد فؤاد التميمي، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الاردن، 2009.
3. ارشد فؤاد التميمي، الاسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الاردن، 2009.
4. الجريدة الرسمية العدد 19، 25 مارس 2009.

5. زهير خضر ياسين، القياس المحاسبى بين الكلفة التاريخية والقيمة العادلة، مجلة المنصور، العدد 14 خاص، الجزء الثاني، العراق، 2010.
6. سامر فخري محى الدين عبيدات، استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية -دراسة تطبيقية في بورصة عمان، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ال البيت، 2008.
7. سامر فخري محى الدين عبيدات، استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية -دراسة تطبيقية في بورصة عمان، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ال البيت، 2008.
8. سامر فخري محى الدين عبيدات، استخدام كلفة التمويل في تقييم الاسهم العادية -دراسة تطبيقية في بورصة عمان، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ال البيت، 2008.
9. شعيب شنوف، زاوي اسماء، دور محاسبة القيمة العادلة في الازمة المالية العالمية، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الدولي حول الازمة المالية والاقتصادية والدولية والحوكمة العالمية، ايام 20-21 اكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف.
10. صافي فلوح، عيسى هاشم حسن، محاسبة القيمة العادلة في شركات التامين-دراسة تطبيقية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد1، 2011، سوريا.
11. طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة، الجزء الرابع، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2016.
12. طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة، المحاسبة عن الاستثمارات والمشتقات المالية، الجزء الثالث، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003/2002.
13. عماد عبد الحسين دلول، تقييم الاسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام (نموذج التأكد المعادل) -دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، مجلة الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010.
14. عماد عبد الحسين دلول، تقييم الاسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوءة باستخدام (نموذج التأكد المعادل) -دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، مجلة الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010.
15. كرار سليم عبد الزهرة وآخرون، قياس القيمة العادلة للاسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية - دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية-، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، السنة التاسعة، العدد التاسع والعشرين.

16. كرار سليم عبد الزهرة وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية - دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية-، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، السنة التاسعة، العدد التاسع والعشرين.
17. كرار سليم عبد الزهرة وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية - دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية-، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، السنة التاسعة، العدد التاسع والعشرين.
18. لخضر علاوي، معايير المحاسبة الدولية IAS/IFRS دروس وتطبيقات محلولة، دار النشر للأوراق الزرقاء العالمية، الجزائر، 2012.
19. مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.
20. مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط، الطبعة الرابعة، مكتبة الشروق الدولية، مصر، 2004، ص 768.
21. محمد حسان بن مالك ومحمد بشير غوالي، اثر القياس المحاسبي المستند الى القيمة العادلة على الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية للشركات الناشطة في الجنوب الشرقي - دراسة تطبيقية، مجلة الباحث، عدد 15، 2015، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة.
22. محمد زرقونوفارس بن يدير، واقع تطبيق محاسبة القيمة العادلة في البيئة المحاسبية الجزائرية - دراسة ميدانية؛ فئة المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية وفئة الاكاديميين والمهنيين المحاسبين-، المجلة الجزائرية للتمية الاقتصادية، عدد 04، جوان 2016، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة.
23. محمد زيدان إبراهيم، المحاسبة عن القيمة العادلة لأغراض تنظيم عوائد الدمج المصرفي في إطار المعايير المحاسبية: بالتطبيق على البنوك التجارية في مصر، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، 2001.
24. محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001-2002.
25. محمد عوض عبد الجواد، الاستثمار في البورصة (اسهم-سندات-اوراق مالية)، الطبعة الاولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
26. المرجع السابق.

27. الموقع الإلكتروني: <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13>

28. هشام طلعت عبد الحكيم، انوار مصطفى حسن، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) - دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية)، مجلة الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010.
29. هشام طلعت عبد الحكيم، انوار مصطفى حسن، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية)، مجلة الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010.
30. هوام جمعة، حديدي آدم، أثر وإمكانية تطبيق محاسبة القيمة العادلة في المصارف الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي ICIEF حول: « النمو والعدالة والاستقرار: من منظور إسلامي»، 11/09 سبتمبر 2013، اسطنبول، تركيا.
31. هوام جمعة، حديدي آدم، أثر وإمكانية تطبيق محاسبة القيمة العادلة في المصارف الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي ICIEF حول: « النمو والعدالة والاستقرار: من منظور إسلامي»، 11/09 سبتمبر 2013، اسطنبول، تركيا.