

تاريخ القبول: 2019/04/02

تاريخ الاستلام: 2019/03/16

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز وتحليل أثر الإدراج في البورصة على الأداء المالي للمؤسسات بأبعاده المختلفة، وذلك بالنسبة لشركة NCA-Rouiba لما لهذه المؤسسة من أهمية خاصة بالنظر إلى طبيعتها القانونية والقطاع الذي تنتمي إليه وعدد المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر، من خلال قياس مدى التغير الحاصل في مؤشرات الأداء المالي خلال الفترة (2010-2017)، وهذا من أجل تسليط الضوء وإعطاء فكرة حول العملية لباقي الفاعلين الاقتصاديين وخاصة المؤسسات الاقتصادية (الصغيرة والمتوسطة منها) التي تعاني من عجز في تمويل احتياجاتها ولها الرغبة في طرح أسهمها للاكتتاب العام، الأمر الذي من شأنه إعطاء ديناميكية لبورصة الجزائر للقيم المنقولة.

الكلمات المفتاحية: بورصة الجزائر، أداء مالي، تمويل، اكتتاب عام، أسهم، الإدراج في البورصة، شركة NCA-Rouiba

Abstract:

This study aims to highlight and analyze the effect of listing on the stock exchange on the financial performance in its different dimensions for NCA-Rouiba, this institution has a particular importance in view of its legal nature, the sector to which it belongs to and as well as the number of listed companies on the Algerian Stock Exchange, and measuring the extent of change in the indicators of financial performance during the period (2010-2017) in order to shed light on the process and give an idea about the process to the rest of economic actors, especially the economic institutions (Small and Medium Enterprises) that are unable to finance their needs and interested in offering their shares for public subscription, which would give the dynamics of Algerian Stock Exchange.

Keywords: Algerian Stock Exchange, financial performance, finance, public offering, shares, listing, NCA-Rouiba Company.

دراسة تحليلية لأثر إدراج**المؤسسات في بورصة الجزائر****على أدائها المالي****حالة شركة NCA ROUIBA**

*Analytical study of the impact of
listing on the Algerian Stock
Exchange on its financial
performance*

أ.بن معاوي سميجت *

samihabenmaoui@yahoo.com

جامعة الجزائر 3**(الجزائر)****أ.د. الجوزي جميلة**

oumlina.eldjouzi@gmail.com

جامعة الجزائر 3**(الجزائر)**

. مقدمة:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية للنشاط الاقتصادي ومصدر لإحداث الثروة في المجتمع وهي تمرّ خلال نموّها بعدّة مراحل، مما ينتج الحاجة المستمرة للتمويل لتحقيق متطلبات المؤسسة، حيث أنّ اعتمادها على المصادر الداخلية للتمويل غالبا ما يكون غير كافٍ لتغطية احتياجاتها عبر مراحل نشاطها، ولذلك استلزم عليها اللجوء إلى التمويل الخارجي سواء من البنوك أو عن طريق البورصة.

ونظرا لضغوط التكاليف المرتفعة للنظام البنكي الذي خضعت له المؤسسة من جهة والسعي وراء بلوغ نصاب التوظيف الأكثر مردودية بالنسبة للمدخرين، اتجه تمويل الاقتصاد نحو الأسواق المالية، إذ أصبح يتمّ عن طريق إصدار الأوراق المالية، وبذلك قلّ نصيب البنوك من حجم التمويل في حين ارتفعت نسبة التمويل المباشر الذي مكن المؤسسة من التمويل مباشرة من الادخار المتوفر في السوق دون اللجوء إلى الاقتراض، هذا الإجراء الجديد سمح للمؤسسة بتدعيم رأس مالها الخاص وبالتالي التقليل من تكلفة رأسمالها ككلّ.

وهنا تصبح فكرة الدخول إلى البورصة أمرا ضروريا لا يمكن تفاديه للعديد من المؤسسات لجمع رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار المطلوب أو لتوسيع عملية استثمارية قائمة أصلا، والاكنتاب العام هو مرحلة مهمة وحدثا استثنائيا في حياة المؤسسات الاقتصادية، وهذا لكون البورصة هي الوحيدة التي تسمح بفتح رأس المال للجمهور، هذه العملية تقدّم عدّة امتيازات منها تنويع مصادر التمويل وتقسيم المخاطر فضلا عن الإعفاءات الضريبية التي يمكن الاستفادة منها، كما أنّ فرص التوسع المحلي والدولي للمؤسسة المدرجة تصبح متاحة ممّا قد يسهم في الرفع من أدائها المالي.

وبإنشاء بورصة الجزائر، توجّهت بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية العمومية والخاصة إلى هذا المصدر الجديد للتمويل مثل سوناطراك، صيدال، فندق الأوراسي، أليانس، دحلي، رويبة... إلخ. هذا وتعدّ شركة NCA-Rouiba أول مؤسسة إنتاجية خاصة مدرجة في بورصة الجزائر، تعرف في الآونة الأخيرة توسعا في نشاطها الاستثماري محققة بذلك نموّا ملفتا للانتباه ممّا يطرح العديد من التساؤلات حول أسباب هذا النمو وأثر ذلك على أدائها المالي بعد عملية الإدراج في البورصة.

وبناء على ما سبق، يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي:

كيف أثرت عملية إدراج شركة NCA-Rouiba في بورصة الجزائر على أدائها المالي؟

هذا، وتسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف، يمكن حصرها فيما يلي:

- تحديد آليات وطرق الإدراج في بورصة الجزائر؛
- إبراز أهمية ودور البورصة في تنويع مصادر التمويل وتحسين فرص الاستثمار وكذا تعزيز الوضعية المالية للمؤسسات الاقتصادية؛

- تحليل وتقييم الوضعية المالية لشركة NCA-Rouiba قبل وبعد إدراجها في بورصة الجزائر للقيم المنقولة. ولمعالجة هذا الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة، وتحقيق الأهداف سالفة الذكر تمّ تقسيم الدراسة إلى محورين رئيسيين هما:

- المحور الأول: الطرح النظري للإدراج في البورصة والأداء المالي؛
- المحور الثاني: تقييم الأداء المالي لشركة NCA-Rouiba خلال الفترة (2010-2017).

المحور الأول: الطرح النظري للإدراج في البورصة والأداء المالي

من خلال هذا المحور سوف نحاول عرض الجانب النظري للدراسة، وذلك على النحو التالي:

أولاً: الدخول إلى البورصة

تسمح عملية الدخول إلى البورصة من خلال طرح أسهم للاكتتاب العام للمؤسسة بتحقيق عدة مزايا وتجميع مبالغ مالية معتبرة من أجل مواصلة وتوسيع نشاطها، وسيتم من خلال هذه النقطة عرض تعريف الدخول إلى البورصة، الأهداف، المزايا والمساوئ وكذا أهم إجراءات ومراحل الإدراج في البورصة.

1- تعريف الدخول إلى البورصة:

يمكن تعريف عملية الدخول إلى البورصة على أنها الوصول إلى سوق الأوراق المالية للمرة الأولى والحصول بالتالي على تسعيرة عامة، وهذا يعني توزيع أسهم على مستثمرين جدد، هذه الأسهم يمكن أن يكون مصدرها بيع المساهمين الحاليين لجزء أو كل أسهمهم، أو عن طريق زيادة رأس المال (إصدار وبيع أسهم جديدة).¹

2- أهداف الدخول إلى البورصة:

تهدف المؤسسة من خلال دخولها البورصة إلى تحقيق جملة من الأهداف، والتي من أهمها:²

- تعتبر عملية جمع الأموال الهدف الرئيسي للدخول إلى البورصة، حيث تعتبر هذه الأخيرة كأحد بدائل التمويل المتاحة للمؤسسة، إذ تسمح بتلبية حاجتها إلى مصادر تمويل طويلة من أجل تنفيذ إستراتيجية النمو وتخفيض مديونية المؤسسة؛

- ينتج عن عملية بيع أسهم جديدة في سوق الأوراق المالية ارتفاع في عدد حاملي أسهم المؤسسة وبالتالي ارتفاع في عدد مالكيها، وهو ما يضمن استمرار المؤسسة وتطورها؛

- تحسين صورة المؤسسة الخارجية سواء أمام زبائنها أو المستثمرين، إذ تسمح بتحسين سمعة المؤسسة خاصة فيما يتعلق بالمصداقية والثقة، وهو ما يسمح بتسهيل علاقاتها التجارية والمالية مع مختلف شركائها (بنوك، موردين... إلخ)؛

- يسمح دخول المؤسسة إلى البورصة بالاستفادة من وضع ضريبي خاص ومفيد، حيث تستفيد من تخفيضات ضريبية مغرية، وفي المقابل فإن بيع المساهمين القدامى لحصصهم من رأس المال يكون معفى من كل أنواع الضرائب.

3- مزايا وعيوب الدخول إلى البورصة:

إذا كانت عملية إدراج المؤسسات في البورصة تمنحها العديد من المزايا، فهي في المقابل قد تجعلها تتعرض لجملة من المساوئ، وهو ما سيتم توضيحه على النحو التالي:

3-1- مزايا الدخول إلى البورصة:

- إمكانية إصدار أوراق مالية وطرحها في السوق المالي للقيام بعملية نمو واستثمار من خلال جمع مدخرات المستثمرين، وتسديدهم عن طريق أوراق حقيقية؛³

- توسيع رأس المال وإمكانية الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة التمويل المختلفة في المستقبل؛
- التسعير المستمر لقيمة أسهم المؤسسة مما يسمح بتقييم دائم للمؤسسة؛
- إمكانية تحسين صورة المؤسسة عبر إلزامية الإفصاح وتعزيز الثقة بالجمهور؛
- تسجيل الأوراق المالية يمثل نوعا من الدعاية والإعلان عن المؤسسة وعن أسهمها التي يتم تسجيلها في البورصة، ومن ثم فإنه يمثل نوعا من الدعم لها، ويسهم في توفير الثقة بها وبالأوراق الصادرة عنها؛⁴
- وفاء العمال والمستخدمين من خلال منحهم فرصة المشاركة في رأس المال وإمكانية الحصول على علاوة محفزة على الأسهم مما يحفز الأجراء على زيادة العمل.⁵

3-2- عيوب الدخول إلى البورصة:

- تحمل الشركة لتكاليف إضافية، والمتعلقة بمصاريف الخبراء والمستشارين وكذلك مصاريف الحملات الإعلامية والتحسيسية والمصاريف الإدارية والقانونية المتعلقة بعملية الاكتتاب؛
- نقص في احتجاز الأرباح، حيث أن الزيادة في رأس المال عن طريق الاكتتاب العام تلزم المؤسسة بتوزيع الأرباح على المساهمين دوريا؛
- إدخال مساهمين جدد يؤدي إلى توزيع سلطة القرار بين العديد من المساهمين؛
- تعرض إدارة الشركة لضغوطات من قبل المساهمين حول تذبذبات أدائها المالي؛
- الشفافية والإفصاح يؤدي إلى انعدام الخصوصية والسرية حول معلومات المؤسسة (المبيعات، هوامش الربح، التوزيعات،...) وهذا ما يجعل العملاء والخبراء والمنافسين قادرين على التنبؤ بأهدافها ومستقبلها كما أن الالتزام المؤسسة بنشر القوائم المالية في الجرائد الوطنية (عمومية وخاصة) يترتب عنه تكلفة إضافية.⁶

ثانيا: الإدراج في بورصة الجزائر: الآليات والطرق

1- أسواق بورصة الجزائر:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر سوقا لسندات رأس المال وسوقا لسندات الدين.

1-1- سوق سندات رأس المال: تتكون من:

- 1-1-1 السوق الرئيسية: الموجهة للشركات الكبرى، ويوجد حاليا خمس (05) شركات مدرجة في تسعيرة هذه السوق، وهي: مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، أليانس للتأمينات، أن-سي-أ رويبة، بيوفارم.
- هذا إضافة إلى مؤسسات أدرجت في تسعيرة السوق الرئيسية من قبل، وهي كل من: مؤسسة دحلي للأثاث، سونلغاز، الجزائرية للإتصالات، الشركة الجزائرية للطيران، رياض سطيف، سوناطراك.

- 1-1-2 سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، تمّ إنشاؤها في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق لـ 12 يناير 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق لـ 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

ويمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقها مصدرا بديلا للحصول على رؤوس الأموال، ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة لهذه المؤسسات من خلال توفير سوق محكمة التنظيم من أجل توظيف استثماراتهم.

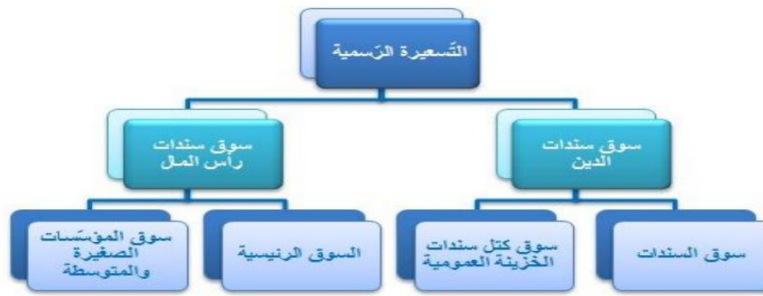
1-2- سوق سندات الدين: تتكون من:

1-2-1 سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة: ويوجد سند واحد مدرج في تسعيرة هذه السوق، وهو خاص بمجموعة دحلي، التي حل تاريخ استحقاق سندها في سنة 2016.

1-2-2 سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية: تأسست هذه السوق في سنة 2008، وتحصي حاليا 26 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دج، ويتم التداول على سندات الخزينة التي تنتوع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المختصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة في الجزائر:

الشكل رقم (01): التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر



Source: Mansour Mansouri, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Edition Houma, Alger, Algérie, 2002, P 77.

2- شروط الإدراج في بورصة الجزائر:

ينبغي على المؤسسة الراغبة في الانضمام إلى البورصة الاستجابة لمجموعة من الشروط المنصوص عليها في القوانين المنظمة لسير عمل البورصة، هذه الشروط يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): شروط إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر

شروط الإدراج / السوق	السوق الرسمي	سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
الشكل القانوني	شركة ذات أسهم (SPA)	شركة ذات أسهم (SPA)
رأس المال الأدنى	500 000 000 دج	لا يوجد حد*
نسبة رأس المال المحرر للجمهور	20%	10%
الوضعية المالية المنشورة	3 آخر سنوات بحيث تكون السنة تاريخ الإدراج رابعة	آخر سنتين
المراجعة	إجبارية	إجبارية + مرقى البورصة لمدة 5 سنوات
عدد حاملي الأوراق المالية عند الإدراج في البورصة	150 مساهم	50 مساهم 03 مستثمر مؤسسي

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على: COSOB, Introduction en bourse, Alger, Algérie, 2012, P 5

3- مزايا إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر:

يمنح إدراج المؤسسات في البورصة العديد من المزايا مما يزيد من فعاليتها، أهمها:

- رفع رأس المال وتقوية مركزها المالي: مهما كانت طبيعة طموحات المؤسسة، مثل إطلاق مشاريع تنموية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة...) وأيضا زيادة تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها... فإن البورصة في هذا الشأن تشكل مصدر تمويل بديل لا غنى عنه؛

- تنويع مصادر التمويل: تتيح البورصة للمؤسسة تنويع مصادرها للتمويل من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للمؤسسة، وبالتالي يمكن لهذه الأخيرة ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق من الأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها سواء كانت حقوق ملكية (أسهم) أو ديون (سندات)؛

- توسيع نطاق المساهمين: تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها، وهي تسمح أيضا بالخروج من رأس مال المؤسسة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم؛

- تعزيز الشهرة: تسمح عملية إدراج المؤسسة في البورصة بتعزيز سمعتها وشهرتها وكذا مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي؛

- التغيير في نظام "حوكمة الشركات": تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات المؤسسة، وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام "حوكمة للشركات" حديث من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية للمؤسسة.

4- مراحل إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر:

يمكن سرده هذه المراحل على النحو التالي:⁷

4-1 - تقييم المؤسسة: تعتبر المؤسسة مجبرة على القيام بتقييم اقتصادي من قبل خبير محاسب أو خبير معتمد من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حيث يستخدم هذا التقييم في تحديد سعر بيع الأوراق المالية في البورصة.

4-2 - اختيار وسيط الإدخال: على المؤسسة الراغبة في إدراج أسهمها للتفاوض في البورصة أن تختار وسيط في عمليات البورصة، هذا الوسيط مكلف بمساعدة المصدر للأوراق المالية في إجراءات القبول والإدخال في البورصة.

4-3 - تحضير ملف إصدار الأوراق المالية: يتكون الملف المحضر من قبل المؤسسة المصدرة من:

- تقرير بخصوص قيمة المؤسسة لإصدار الأسهم؛

- معلومات عامة عن المؤسسة؛

- وثائق قانونية، جبائية وشبه جبائية؛

- معلومات اقتصادية ومالية (التقارير المالية المحددة في التعليمات رقم 98-01 للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها)؛

-مشروع لنشرة معلومات؛

-طلب إصدار أوراق مالية.

4-4- عرض الملف على لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: وضع المؤسسة الراغبة في الدخول إلى

البورصة لملف الإصدار من خمس نسخ على مستوى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

4-5- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: تقوم اللجنة بدراسة الملف في مدة لا تتعدى الشهرين لقبول

أو رفض منح التأشيرة، كما يمكن للجنة طلب معلومات إضافية من المؤسسة، حيث لا تمنح تأشيرة اللجنة لتقييم العملية المقترحة، وإنما تعتبر دليلا على نوعية المعلومات المقدمة ومطابقتها للقوانين سارية المفعول.

4-6- الانضمام إلى القيد المركزي: مطلوب من المؤسسة الانضمام إلى القيد المركزي للأوراق المالية قبل

الدخول إلى البورصة لتسجيل كل رأسمالها، وذلك تحضيراً لحالة إصدار أسهم، وقيمة القرض في حالة إصدار سندات.

4-7- بيع الأوراق المالية في السوق الأولى: تتم عملية بيع الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسة عبر

القنوات البنكية.

4-8- التسعير الأول: تتم العملية الأولى لتسعير الأوراق المالية على مستوى بورصة الجزائر.

5- أساليب الإدراج في بورصة الجزائر:

ينص النظام الخاص ببورصة الجزائر على وجود أسلوبين لإدراج القيم المنقولة المراد تداولها بالبورصة والمقبولة من طرف اللجنة في التسعيرة، هما:

5-1- الإجراء العادي: هو ذلك الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة عندما يكون رأس مال

المؤسسة المعنية موزعاً بشكل مرضي بين الجمهور (الذي تم إصداره في السوق الأولى)، حيث تسجل القيم المنقولة مباشرة في جدول التسعيرة المعمول بها في السوق الثانوية على أساس سعر الاكتتاب العام مصادق عليه من قبل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.⁸

ويستعمل هذا الإجراء في حالة الأوراق المالية المسعرة من قبل، وفي حالة إصدار الأسهم الجديدة من قبل الدولة، الجماعات المحلية، أو من قبل شركات الأسهم.

5-2- العرض العمومي للبيع: ويطبق العرض العمومي للبيع أثناء الخصخصة وفتح رأسمال المؤسسة العمومية أو

الخاصة والمنظمة في شكل شركات أسهم، حيث يتم وضع الأوراق المالية أمام الجمهور بسعر أدنى أو بسعر ثابت أين يكون مالكوها مستعدون للتنازل عنها.

وهو إجراء يسمح لمالكي الأسهم من أشخاص طبيعية أو معنوية أن يضعوا كل أو جزء من هذه الأسهم للبيع خلال فترة معطاة بسعر محدد مسبقاً وبشروط شفافة.⁹

5-2-1 العرض العمومي للبيع بسعر أدنى: وهو أن يوضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بأدنى سعر يقبل به المتدخلون للتنازل عنها.

5-2-2 العرض العمومي للبيع بسعر ثابت: وهو أن يوضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال عدد معين من السندات بسعر ثابت سبق تحديده أو بيعها بسعر موحد.¹⁰

ويمكن أن نفرق بين العرض العمومي للبيع بسعر أدنى أو بسعر ثابت، بحيث أن الأول يتم عن طريق المزايدة في حين الثاني يتم تحديده مسبقاً، كما تنهي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بافتتاح العرض العمومي للبيع قصد إدخال قيمة منقولة في البورصة عن طريق إعلان يتم نشره في النشرة الرسمية لجدول التسعيرة.

6- طريقة التسعير في بورصة الجزائر:

يتمّ التداول في البورصة بمواجهة أوامر الشراء وأوامر البيع، ويتمّ هذا إما بطريقة التثبيت (Fixing) أو عن طريق التسعيرة المستمرة، غير أنه منذ باشرت البورصة نشاطها الفعلي لم يستعمل إلا طريقة التثبيت.

ويتمثل نظام التسعير بالتثبيت في تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تجرى بالنسبة لكل ورقة مالية خلال حصة التداول، أي تنفذ جميع أوامر الشراء وأوامر البيع للورقة المالية الواحدة بالسعر نفسه وهو سعر توازن العرض مع الطلب، وينتج عن هذا النوع من التسعير:¹¹

- تضخيم حجم السندات المتبادلة؛
- تقليص إختلال التوازن بين العرض والطلب؛
- تقليص تقلبات الأسعار مع سعر الإغلاق في آخر حصة للبورصة.

7- الامتيازات الجبائية الممنوحة للمؤسسات في إطار الدخول إلى البورصة:

- تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات الحواصل وفوائض القيمة الناتجة عن الأسهم والأوراق المماثلة المحققة في إطار عملية الدخول إلى البورصة؛
- تعفى من حقوق التسجيل العمليات المتعلقة بالدخول إلى البورصة؛¹²
- تستفيد المؤسسات التي تسعر أسهمها العادية في البورصة، من تخفيض على الضريبة على أرباح الشركات يساوي معدل فتح رأسمالها في البورصة لمدة خمس (5) سنوات، وذلك ابتداء من أول يناير سنة 2014؛¹³
- تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات، نواتج وفوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والسندات المماثلة والأوراق المماثلة للخرينة المسعرة في البورصة في مدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير 2013، بدون تغيير في القيمة المنقولة.¹⁴

ثالثاً: الإطار المفاهيمي للأداء المالي

1-تعريف الأداء المالي: ليس من السهل تحديد مفهوم دقيق للأداء المالي، وذلك نظراً لاختلاف وجهات النظر بين الكتاب والباحثين، ومن التعريفات التي قدمت للأداء المالي مايلي:

- الأداء المالي هو مدى بلوغ الأهداف المالية (تعظيم العوائد وتخفيض التكاليف) بالاستخدام الأمثل للموارد المالية.¹⁵

- عرفه محمد محمود الخطيب بمفهومه الضيق على أنه: "أداء الشركات، حيث يتركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف، ويعبر الأداء المالي عن أداء الشركات، حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة، والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح".¹⁶

- أما السعيد فرحات ف يرى أن الأداء المالي هو: "مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة، من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل تكلفة مالية".¹⁷

- ويعرف كذلك على أنه: "الفرق بين القيمة المقدمة للسوق ومجموع القيم المستهلكة والمتمثلة في مختلف تكاليف الأنشطة".¹⁸

من خلال التعاريف السابقة، نستنتج أنّ الأداء المالي يبين مدى قدرة المؤسسة على الاستغلال الأمثل للموارد من أجل تكوين الثروة وتحقيق الأهداف المحددة مسبقاً من طرف الإدارة.

2- أهمية تقييم الأداء المالي:

يعرف تقييم الأداء المالي بأنّه: " قياس للعلاقة بين العناصر المكونة للمركز المالي قصد الوقوف على درجة التوازن بينها، وبالتالي تحديد مدى متانة المركز المالي للشركة".¹⁹

ويقصد به أيضاً تقديم حكم ذو قيمة عن إدارة الموارد الطبيعية والمادية المتاحة لإدارة المؤسسة وبالطريقة التي تشبع رغبات أطرافها المختلفة، ويعتبر تقييم الأداء المالي للمؤسسة قياساً للنتائج المحققة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة سلفاً.²⁰

كما يعرفه Poster و Streib بأنّه: "مراجعة لما تمّ إنجازه، اعتماداً على معايير تتماشى وخطط الشركة واستراتيجيتها".²¹

من التعاريف السابقة، يظهر أنّ عملية تقييم الأداء المالي تقيد في الكشف عن أماكن خلل في نشاط المؤسسة الاقتصادية وإجراء تحليل شامل لها، وبيان مسبباتها، لوضع الحلول المناسبة وتصحيحها، بحيث يفترض من خلال عملية التقييم محاولة الإجابة عن الأسئلة التالية:

- ما هو مستوى الأداء المالي الحالي؟

- هل يمكن تحسين مستوى الأداء المالي الحالي وتطويره؟ وكيف يمكن ذلك؟

وتكمن أهمية تقييم الأداء المالي من خلال العناصر التالية:

- متابعة أعمال الشركات وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أدائها وفعاليتها وتوجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح والمطلوب من خلال تحديد المعوقات وبيان أسبابها، واقتراح إجراءاتها التصحيحية وترشيد الاستخدامات العامة للشركات واستثماراتها وفقاً للأهداف العامة لها والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الاستمرارية والبقاء والمنافسة؛²²

- الكشف عن العناصر الحقيقية ووضعها في مواقع أكثر إنتاجية بالنسبة للعناصر الإنتاجية، وتحديد العناصر التي

تحتاج إلى دعم وتطوير، ومن ثم الوصول إلى الأداء الجيد عن طريق الاستغناء عن العناصر غير الكفوءة؛

- تظهر عملية تقييم الأداء المالي التطور الذي حققته المؤسسة في مسيرتها نحو الأفضل أو نحو الأسوأ وذلك عن طريق نتائج التنفيذ الفعلي للأداء زمنياً ومكانياً؛

- تكمن أهمية الأداء المالي بالنسبة للعوامل البيئية الخارجية، حيث أنّ المنظمات ذات الأداء المالي العالي تكون

أكثر قدرة على الاستجابة في تعاملها مع الفرص والتهديدات البيئية الجديدة، وكذا تتعرض لضغط أقل من أصحاب

المصالح والحقوق، وهذا مقارنة بالمنظمات الأخرى ذات الأداء المالي الضعيف.²³

3- مؤشرات تقييم الأداء المالي:

3-1 الاتجاهات التقليدية في تقييم الأداء المالي:

تعدّ المؤشرات أو النسب المالية من أقدم الأدوات استعمالاً في تحليل وتقييم الأداء المالي، حيث يوجد عدد هائل منها، ولا تكون هذه النسب ذات مدلولية في التحليل إلاّ إذا تمّ مقارنتها بنسب ذاتها على مدار عدّة سنوات سابقة للتعرف على التطور في هذه النسب واتجاهات هذا التطور، أو مقارنة هذه النسب بالنسب المرجعية (المعيارية) لتحديد درجة الانحراف أو المقارنة بالنسبة لنفس المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع، وعموماً تقسم النسب المالية حسب مصدر معلوماتها إلى ثلاثة مجاميع رئيسية هي:²⁴

- النسب المالية الخاصة بتحليل حسابات النتائج؛
- النسب المالية الخاصة بتحليل المركز المالي؛
- النسب المالية المشتركة.

وتشمل كل مجموعة من النسب في طياتها نسب أخرى لكل منها غرض محدد، ونتيجة لوجود كم هائل من النسب المالية قام الباحثين بنقسيم هذه النسب تبعاً للمظاهر التي تتخذ في نشاط المؤسسة أي النسب التي تعبر عن بعد محدد من أبعاد المؤسسة (الربحية، السيولة، التمويل،... إلخ)، إلى (نسب السيولة، نسب النشاط، نسب التشغيل، نسب المديونية، نسب الربحية، نسب السوق).

3-2 الاتجاهات الحديثة في تقييم الأداء المالي:

تعتبر المؤشرات والمعايير السابقة مؤشرات تقليدية لتقييم الأداء المالي، أما المؤشرات الحديثة فقد رأى بعض الباحثين أنها تركز في الغالب على المؤشرات التالية:

3-2-1 القيمة الاقتصادية المضافة: Economique Value Added (EVA)

تعدّ القيمة الاقتصادية المضافة من أكثر المقاييس انتشاراً رغم شيوع مفهوم القيمة المضافة في الفكر الاقتصادي، وقد عرفت شركة الاستشارات الأمريكية «Stern Stewart» بأنها "مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي، ومرتبطة بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت وهو الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض"²⁵، وذلك وفقاً للمعادلة التالية:²⁶

القيمة الاقتصادية المضافة = النتيجة التشغيلية بعد الضرائب - (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر).

و يعرف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على أنه المؤشر الذي يهدف إلى قياس الثروة الزائدة عن تكلفة جميع الموارد المستخدمة والتي تتمثل بدورها في تكلفة الفرصة الضائعة عن توظيف الأموال في المؤسسة بدلاً من تخصيصها بهدف الحصول على عائد من توظيفات بديلة أخرى.²⁷

كما تعتبر أيضاً من المؤشرات الحديثة المستعملة في قياس أداء المؤسسات الاقتصادية خاصة المدرجة منها في البورصة، وتعرف كذلك على أنها الفرق بين العائد المحقق خلال الدورة والعائد المنتظر أخذاً في الحسبان الخطر المصاحب له، وهي تعتبر أحد المقاييس المستعملة لمعرفة مدى قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة، تحسب لكل سنة وتعطى بالعلاقة التالية:²⁸

القيمة الاقتصادية المضافة = (معدل العائد على رأس المال المستثمر - معدل تكلفة رأس المال) × رأس المال المستثمر.

3-2-2 القيمة السوقية المضافة: Market Value Added (MVA)

يستخدم هذا المؤشر للحكم على الأداء المالي الداخلي للمؤسسة، من خلال تحفيز المسيرين لاتخاذ القرارات التي من شأنها أن تؤثر على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة، ويتجلى ذلك من خلال القيمة السوقية المضافة والتي تحسب على مجموعة من السنوات، وذلك حسب العلاقة التالية:²⁹

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+K)^t}$$

حيث:

MVA: القيمة السوقية المضافة

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة للفترة t

K: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في الفترة t.

t: فترة الدراسة.

المحور الثاني: تقييم الأداء المالي لشركة NCA-Rouiba خلال الفترة (2010-2017)

فتح انضمام مؤسسة أليانس للتأمينات إلى بورصة الجزائر المجال واسعا للمؤسسات الخاصة من أجل الدخول إلى البورصة، والاستفادة من المزايا التي تتيحها هذه الأخيرة للمؤسسات من حيث الوصول إلى مصادر تمويل جديدة بأقل تكلفة تتيح للمؤسسة النمو والتوسع وتحسين مردوديتها، وهو ماسلكته شركة NCA-Rouiba لتكون بذلك ثاني مؤسسة جزائرية تنتمي إلى القطاع الخاص تدخل بورصة الجزائر.

أولاً: تقديم عام لشركة NCA-Rouiba

1 - النشأة والتطور:

تعتبر من أهم المؤسسات الجزائرية الرائدة في قطاع المشروبات حالياً وفي قطاع المصبرات سابقا وهي مؤسسة اقتصادية إنتاجية خاصة ذات أسهم (-SPA - Société par Action) برأس مال قدره 849 195 000 دج مقسم بين 19 مساهم، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفواكه. المقر الاجتماعي: الطريق الوطني رقم 05 المنطقة الصناعية الروبية، الجزائر-16300. تقوم هذه المؤسسة بتسويق جميع منتجاتها بعلامة Rouiba نسبة للمنطقة التي توجد فيها.

-في سنة 1966: تأسست في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة (ش.ذ.م.م) تحت إسم المعمل الجزائري الجديد للمصبرات (NCA) La Nouvelle Conserverie Algérienne من قبل عائلة عثمانيتختص في إنتاج المصبرات الغذائية (الطماطم المركزة، الهريسة،... إلخ) برأس مال قدره 109 472 000 دج.

-وفي سنة 1999: انتقلت إدارة الشركة إلى الجيل الثاني لعائلة عثمانية وإدخال طرق وتقنيات حديثة في الإدارة والتسيير وتكنولوجيا المعلومات والتركيز في نشاطها على إنتاج العصائر والمشروبات، الأمر الذي ساعدها على التوغل في السوق المحلي والدولي.

-وفي سنة 2003: حدث تحول في الشكل القانوني للشركة لتصبح شركة ذات مساهمة.

-وفي سنة 2006: ارتفع رأس مال الشركة من 109 472 000 دج إلى 152 044 000 دج مخصص لمؤسسة مساهمة أجنبية، وهي شركة رأس المال الاستثماري غير المقيمة "أفريسيفست المحدودة" Africinvest.

- وفي سنة 2008: تم تغيير إسم الشركة لتصبح SPA Rouiba NCA "أن-سي-أ".

- وفي سنة 2012: نمو معتبر في رأس مال الشركة ليبلغ حاليا 849 195 000 دج مقسم على 2 122 988 سهم بقيمة إسمية مقدرة بـ 100 دج وبسعر بيع 400 دج للسهم الواحد.

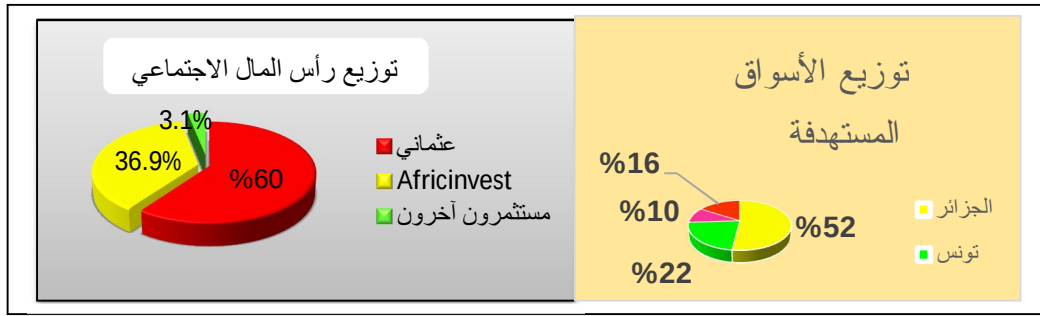
- وفي سنة 2014: أي بعد سنتين من الإدراج في البورصة حققت نموا جيّدا في النتيجة الصافية بلغت 310 854 000 دج أي بزيادة 36% مقارنة بالسنة السابقة.

-وفي سنة 2015: فازت بجائزة أحسن مؤسسة للتصدير خارج المحروقات من طرف المركز التجاري العالمي بالجزائر.

- وفي سنة 2016: حققت نموا جيّدا في رقم الأعمال بلغ قيمة 7 983 651 000 دج.

2- توزيع رأس المال الاجتماعي والأسواق المستهدفة من طرف شركة NCA-Rouiba:

الشكل رقم (02): توزيع رأس المال الاجتماعي والأسواق المستهدفة من طرف شركة NCA-Rouiba



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على الوثائق الداخلية لشركة NCA-Rouiba.

من خلال الشكل أعلاه وقبل حصول شركة رويبة على تأشيرة الإدراج في البورصة كانت ملكية أسهمها موزعة على النحو التالي:

- يقدر عدد الأسهم بـ 8 491 950 سهم تستحوذ عائلة عثمانى على 60% و 36.9% ملكية المستثمر Africinvest، والباقي أي 3.1% هي ملك لمستثمرين آخرين.

أما فيما يخص توزيع الأسواق المستهدفة فقد تمكنت المؤسسة من البروز والتوغل في السوق المحلية حيث قدرت الحصة السوقية لها بـ 52%، وكذا من تصدير منتجاتها إلى السوق الدولية خاصة السوق المغربية (تونس، المغرب، ليبيا) بنسبة 48%، وهو ما يدل على قوة علامة رويبة في منطقة المغرب العربي.

3- أهداف إدراج شركة NCA-Rouiba في البورصة:³⁰

- إيجاد قناة دائمة تمكن من رفع رأس مال الشركة، وتتيح لها بدائل تمويلية تتماشى وتطلعات الشركة؛
- تمكين المساهمين من تحقيق سيولة أكبر لأسهمهم عن طريق الدخول إلى البورصة؛
- إخراج المستثمر المؤسسي Africinvest وفقا لما جاء في شروط مساهمته في رأس مال الشركة سنة 2006؛
- تأكيد التزام المؤسسة بتطبيق مبادئ الحوكمة التي تعزز أداؤها وديمومتها؛
- تعزيز سمعة المؤسسة اتجاه زبائنهم واتجاه كل شركائها الاقتصاديين.

4- التوجهات الاستراتيجية لشركة NCA-Rouiba بعد عملية الإدراج في البورصة:³¹

- تطوير القدرات الإنتاجية للمؤسسة للاستجابة للنمو السريع الذي عرفتة العنصر المعلقة في اللعب الكرتونية والقارورات البلاستيكية؛
 - تحسين الطاقة التخزينية وتعزيز القدرة التسويقية للمؤسسة؛
 - تطوير الصادرات وخاصة في المنطقة المغاربية؛
 - إنتهاج سياسة الجودة الشاملة ISO2200 ونظام تحليل المخاطر ونقاط التحكم الحرجة HACCP^{**}.
- ثانيا: عملية الاكتتاب العام وإدراج شركة NCA-Rouiba في بورصة الجزائر**
- تمّ اتخاذ قرار إدراج شركة في البورصة من طرف مجلس الإدارة المنعقد بتاريخ 27 ماي 2011 بهدف فتح مجال يسمح بتزويد المؤسسة بالأموال اللازمة لتمويل استثماراتها.

1-خصائص العملية:

يمكن إجمال أهم خصائص عملية رفع رأس مال شركة NCA-Rouiba من خلال مايلي:³²

- طبيعة العملية : عرض علني للبيع؛
 - السعر الإسمي للسهم : 100 دج؛
 - عدد الأسهم: 2 122 988 سهم؛
 - قيمة البيع: 849 195 200 دج؛
 - سعر الإصدار: 400 دج؛
 - فئة الأسهم: أسهم عادية / لحاملها؛
 - فترة الاكتتاب: من 07 إلى 25 أفريل 2013؛
 - البنك المرافق للمؤسسة (الوسيط في عمليات البورصة- رئيس الصف -) PNB-PARIBA؛
 - بداية تداول سهم شركة روية: يوم 03 جوان 2013 (بسر إدراج 400 دج).
- 2- تقسيم العرض:** تمّ تقسيم أسهم شركة NCA-Rouiba المعروضة للاكتتاب العام إلى قسمين، ويمكن توضيح ذلك وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (02): تقسيم عملية الاكتتاب فيأسهم شركة NCA-Rouiba.

رمز القسم	فئة المستثمرين	عدد الأسهم الممنوحة (سهم)	النسبة %
أ	موظفي شركة NCA-Rouiba	85 000	4%
ب	المستثمرون الجزائريون المقيمون من الأشخاص الطبيعيين والمعنويين	2 037 988	96%

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على الوثائق الداخلية لشركة NCA-Rouiba.

- قام البنك بطرح 25% من الأسهم للاكتتاب العام أي 2 122 988 سهم، حيث 4% منها موجهة لموظفي المؤسسة، والباقي أي 96% موجه للمستثمرين الجزائريين من الأشخاص الطبيعيين والمعنويين.
- الحد الأدنى من ملكية الأسهم للمكتتبين: 75 سهم
 - الحد الأقصى من ملكية الأسهم للمكتتبين: 85 000 سهم

3- تكاليف الإدراج: بلغت التكلفة الإجمالية لعملية الدخول إلى البورصة (رفع رأس مال الشركة) من خلال العرض العلني للبيع مبلغ 61 839 686,1 دج خارج الرسم، وهي مقسمة كما يلي:

3-1- الرسوم التنظيمية وما يماثلها:

- رسوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: 636 896,40 دج خارج الرسم؛
- تأدية أتعاب "الجزائية للتسوية" بمبلغ 84 919,50 دج خارج الرسم؛
- أتعاب بورصة الجزائر والمقدرة بمبلغ 2 406 149,40 دج خارج الرسم؛
- أتعاب الوسيط في عمليات البورصة (رئيس الصف ونقابة التوظيف) والمقدرة بمبلغ 14 011 720,80 دج خارج الرسم.

3-2- أتعاب وأجور تعاقدية: بقيمة 44 700 000,00 دج مقسمة كما يلي:

- أتعاب وأجور المرافقة، التوظيف، الاستشارة المالية والقانونية والمقدرة بمبلغ 4 700 000,00 دج خارج الرسم؛
- مصاريف الإشهار والاتصال والمقدرة بمبلغ 40 000 000,00 دج خارج الرسم.

4- نتائج عملية الاكتتاب في شركة NCA-Rouiba:

لم تحقق فترة الاكتتاب المحددة مسبقا النتائج المرجوة من عملية العرض العمومي للبيع، حيث تمّ تحرير 82.75% من إجمالي الأسهم أي ما يعادل 1 756 809 سهم من قبل 1408 مستثمر يتوزعون على 1372 مستثمر من الأشخاص الطبيعيين و 36 مستثمر من الأشخاص المعنويين.

هذا ما دفع بالمؤسسة إلى تمديد فترة العرض إلى غاية 08 ماي 2013، أين تمّ الحصول على المبلغ الإجمالي للعرض، لتتوزع نسبة الاكتتاب بين 75% من الأشخاص الطبيعيين بما يعادل أكثر من 1800 مكتب منهم 29 عامل بالمؤسسة، و 25% من الأشخاص المعنويين بما يعادل 48 مكتب.

ثالثا: دراسة تحليلية للأداء المالي لشركة NCA-Rouiba قبل وبعد الإدراج في البورصة

يعرض الجدول الموالي البيانات الخاصة بتطور رقم أعمال شركة رويبة قبل وبعد دخولها إلى البورصة:

الجدول رقم (03): تطور رقم الأعمال لشركة NCA-Rouiba قبل وبعد الإدراج في البورصة.

الوحدة: (KDA)

البيان	قبل الإدراج في البورصة			بعد الإدراج في البورصة				
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
رقم الأعمال	3 998 475	4 633 431	5 669 817	6 032 294	7 053 728	7 490 167	7 983 651	5 659 391
معدل نمو رقم الأعمال	-	15.88%	22.37%	6.39%	16.93%	6.19%	6.59%	- 29.11%

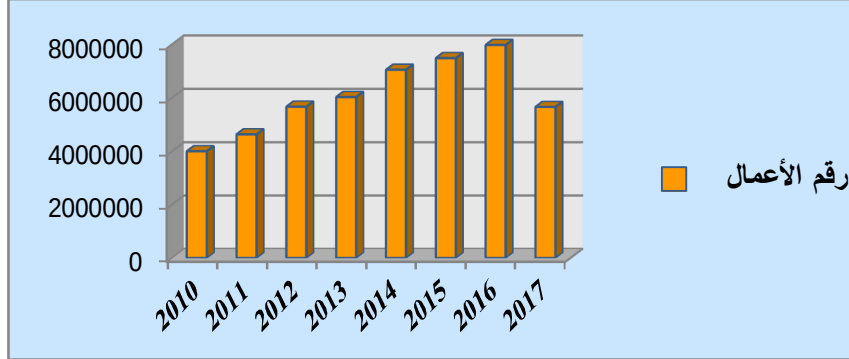
المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة للفترة (2010-2017).

من خلال الجدول أعلاه، نلاحظ أن شركة NCA-Rouiba حققت نموا متزايدا في رقم أعمالها من سنة لأخرى ليبلغ 7 983 651 ألف دج سنة 2016، أي بمعدل نمو قدره 6.59% وهذا راجع إلى زيادة حجم نشاط الشركة وتوسعها خلال فترة الدراسة، إلا أنها سجلت انخفاض في سنة 2017 بنسبة 29% وهذا مقارنة بسنة 2016، هذا الانخفاض يمكن تفسيره بالوضع الاقتصادي الصعب من جهة وارتفاع معدل التضخم نتيجة لتزايد الرسم على القيمة المضافة

وتخفيض قيمة الدينار من جهة أخرى، هذه النتائج تبين أن إدراج المؤسسة في البورصة أثر بشكل إيجابي على رقم الأعمال وهذا على المدى القصير.

ويمكن تمثيل معطيات الجدول أعلاه من خلال الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (03): تطور رقم أعمال شركة NCA-Rouiba خلال الفترة (2010-2017).



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الجدول رقم (03).

أما فيما يتعلق بالأداء المالي للمؤسسة محل الدراسة، فنستعرض نتائج الدراسة التطبيقية كما يلي:

1 - باستعمال مؤشرات التوازن المالي:

يلخص الجدول التالي قيم مؤشرات التوازن المالي الخاصة بشركة NCA-Rouiba قبل وبعد الدخول إلى البورصة، وذلك خلال الفترة (2010-2017).

الجدول رقم (04): تطور مؤشرات التوازن المالي لشركة NCA-Rouiba خلال الفترة (2010-2017).

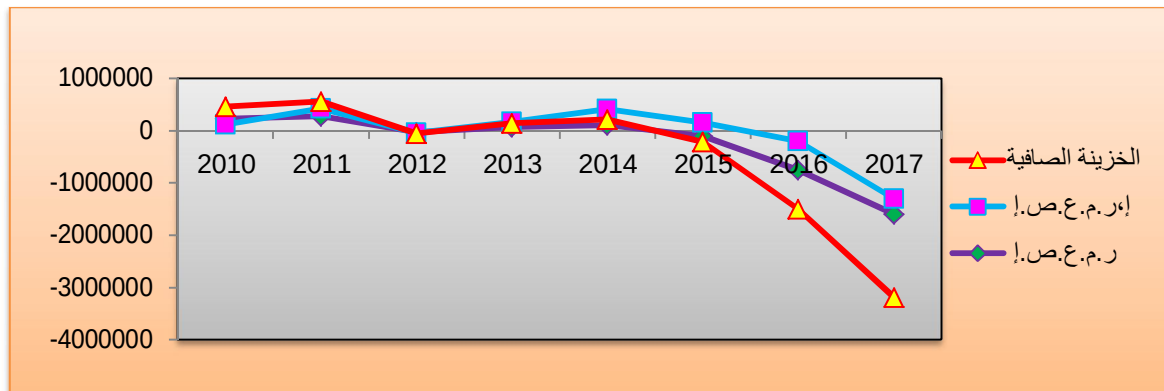
الوحدة: (KDA)

بعد الإدراج في البورصة					قبل الإدراج في البورصة			البيان
2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
-1 591 437	-747 784	-103 202	109 416	70 537	-26 395	278 479	233 848	ر.م.ع.ص.إ. (FR _{NG})
283 923	553 479	262 357	306 654	98 791	-11 427	149 015	-112 755	إ.ر.م.ع.ص.إ. (BFR _g)
-1 875 360	-1 301 263	-365 559	-197 238	-28 254	-14 968	129 464	346 603	الخزينة الصافية (TR _N)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية والتقارير السنوية للمؤسسة للفترة (2010-2017).

ويمكن تمثيل الجدول أعلاه بالشكل البياني التالي:

الشكل رقم (04): تطور مؤشرات التوازن المالي لشركة NCA-Rouiba خلال الفترة (2010-2017).



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الجدول رقم (04).

يظهر من خلال الجدول والشكل السابقين أن:

- قيم رأس المال العامل الصافي (FR_{NG}) موجبة في سنوات (2010، 2011، 2013، 2014) حيث بلغت 109 416 ألف دج في سنة 2014، هذا معناه أن المؤسسة تمكنت من تغطية وتمويل أصولها الثابتة بواسطة أموالها الدائمة، وكذا الأصول الجارية من خلال الخصوم الجارية. وسالبة في سنوات أخرى من الدراسة (2012، 2015، 2016، 2017) حيث وصلت إلى 1 591 437 - ألف دج في سنة 2017 مما يعني أن المؤسسة لا تملك قدرة تمويل أصولها الثابتة وليس لها هامش أمان يمكنها من تغطية خصومها الجارية وهو ما يدل على التعتثر المالي للمؤسسة وعدم قدرة الأموال الدائمة على تغطية الأصول الثابتة، وبالتالي عدم وجود هامش أمان مالي يمكن المؤسسة من تغطية أصولها الجارية؛

- قيم الاحتياج في رأس المال العامل (BFR_g) كانت موجبة في أغلب سنوات الدراسة (خاصة بعد الدخول إلى البورصة)، وهذا ما يدل على عدم قدرة المؤسسة على تمويل وتغطية احتياجات الاستغلال من خلال موارد الاستغلال، وهو ما يفسر بطء مدة دوران المخزونات والمدة الممنوحة للزبائن من أجل تسديد ما عليهم من ديون وبالتالي تحصيل ديون المؤسسة؛

- الخزينة الصافية (TR_N) موجبة سنتي 2010 و 2011 وهذا لأن رأس المال العامل أكبر من الاحتياج في رأس المال العامل، وسالبة خلال السنوات المتبقية من الدراسة وهذا يعني أن المؤسسة تمول احتياجات الاستغلال من خلال الديون قصيرة الأجل، إذن فهي لا تملك سيولة لمواجهة التزاماتها في آجال استحقاقها، وهذا راجع إلى المصاريف التي تحملتها المؤسسة والخاصة بالتعبئة والتغليف وارتفاع حجم المشتريات، وكذا الأعباء الإضافية التي واجهتها المؤسسة خلال مرحلة إدراجها بالبورصة.

وعموما يمكن القول أن شركة رويبة لم تحقق توازن مالي لأنها سجلت خزينة سالبة واحتياج في رأس المال العامل موجب خلال فترة ما بعد الإدراج بالبورصة.

2- باستعمال النسب التقليدية:

سيقتصر تحليلنا على ثلاثة مجموعات من النسب هي: نسب الربحية، نسب هيكل التمويل، نسب السيولة.

2-1 نسب الربحية:

يعرض الجدول رقم (05) البيانات الخاصة بمؤشرات الربحية لشركة رويبة:

الجدول رقم (05): نسب الأداء الربحية لشركة NCA-Rouiba قبل وبعد الإدراج في البورصة.

النسبة	بعد الإدراج في البورصة						قبل الإدراج في البورصة				النسبة
	المتوسط	2017	2016	2015	2014	2013	المتوسط	2012	2011	2010	
نسبة هامش الربح الإجمالي (GPM)	25.94 %	16.31 %	22.55 %	24.20 %	26.43 %	25.19 %	23.83 %	21.60 %	22.94 %	26.95 %	نسبة هامش الربح الإجمالي (GPM)
نسبة هامش التشغيل (OPM)	3.02 %	- 7.55 %	3.98 %	5.87 %	6.44 %	6.34 %	7.96 %	5.93 %	7.81 %	10.13 %	نسبة هامش التشغيل (OPM)
نسبة هامش الربح الصافي (NPM)	- 0.07 %	- 12.42 %	1.64 %	2.52 %	4.40 %	3.79 %	4.47 %	2.97 %	4.05 %	6.39 %	نسبة هامش الربح الصافي (NPM)
نسبة العائد على											نسبة العائد على

دراسة تحليلية لأثر إدراج المؤسسات في بورصة الجزائر على أدائها المالي

الأصول (ROA)	%8.54	%4.63	%3.70	%5.62	%4.17	%4.31	%2.27	%1.14	%-8.08	%0.82	%-4.8
نسبة العائد على حقوق الملكية (ROE)	18.73 %	12.73 %	%10.63	14.03 %	13.04 %	15.69 %	%9.14	%6.31	%51.31	%20	%5.97
نسبة العائد على رأس المال المستثمر (ROCE)	21.48 %	15.55 %	%13.92	16.98 %	11.73 %	%9.74	%8.46	%6.36	%-11	%5.06	-11.92 %

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية والتقارير السنوية لشركة NCA-Rouiba.

- تراجع نسبي في مستوى الأداء الربحي لشركة NCA-Rouiba من خلال انخفاض معظم نسب الربحية بعد الدخول إلى البورصة، وهذا راجع إلى زيادة رأس المال بعد عملية الاكتتاب، مع عدم تحقيق أرباح إضافية تعادل هذه الزيادة، فمن المعلوم أنّ هذه المؤشرات تحسب بقسمة الأرباح على الأصول والأموال الخاصة وأنّ الاستثمارات المراد القيام بها نتيجة الزيادة في رأس المال ستكون على الأقل في فترات متوسطة الأجل؛

- نمو متوسط نسبة هامش الربح الإجمالي بمعدل 2.11% ومتوسط نسبة العائد على حقوق الملكية من 14.03% إلى 20% بمعدل ارتفاع قدره 5.97% بعد الإدراج في البورصة، راجع إلى تركيز هذه المؤسسة كاستراتيجية أولية بعد عملية الإدراج على حجم المبيعات وكذا حقوق المستثمرين، خاصة وأنّ الملاك الكبار هم من يتولون إدارة المؤسسة؛

- انخفاض متوسط معدل العائد على الأصول كمؤشر معبر عن الأداء الربحي في هذه المؤسسة بعد الدخول إلى البورصة من 5.62% إلى 0.82% بمعدل انخفاض يبلغ 4.8%، وهذا راجع إلى نمو الأصول من سنة لأخرى وإلى ما يترتب عن هذه العملية من تكاليف من جهة وزيادة رأس المال دون ما تقابله أرباح من الاستثمارات الممولة من جهة أخرى، وكذا الانخفاض المسجل في الأرباح المحققة لهذه المؤسسة؛

- انخفاض كل من متوسط نسبة هامش الربح الصافي بمعدل 4.54% ومتوسط نسبة الهامش على الربح التشغيلي بمعدل 4.94% راجع إلى تسجيل المؤسسة نموا في حجم المبيعات بمعدل أكبر من معدل نمو كل من النتيجة الصافية وكذا النتيجة التشغيلية، ونفس ذلك بزيادة استثمارات المؤسسة وما نتج عنها من ارتفاع في التكاليف المرتبطة بالمستخدمين والخدمات الخارجية، ارتفاع في مخصصات الإهلاكات والمؤنات، إضافة إلى ارتفاع الفوائد المستحقة على القروض (الديون طويلة ومتوسطة الأجل) نتيجة نمو حجم المؤسسة بعد إدراجها في البورصة.

2-2 نسب أداء هيكل التمويل

يوضح الجدول رقم (06) البيانات الخاصة بمؤشرات أداء هيكل التمويل لشركة رويبة قبل وبعد الدخول إلى البورصة، وتظهر النتائج ما يلي:

الجدول رقم (06): نسب أداء هيكل التمويل لشركة NCA-Rouiba قبل وبعد الإدراج في البورصة.

النسبة	قبلا لإدراج في البورصة				بعد الإدراج في البورصة				المتوسط
	2010	2011	2012	المتوسط	2013	2014	2015	2016	2017
نسبة الديون إلى حقوق الملكية	1.19	1.75	1.9	1.61	2.12	2.64	3.03	3.48	5.35
نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية	0.38	0.58	0.52	0.49	0.86	1.35	1.51	1.41	1.84
نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم	0.54	0.64	0.65	0.61	0.68	0.73	0.75	0.78	0.84
نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون	0.32	0.33	0.28	0.69	0.40	0.51	0.50	0.59	0.66
نسبة الاستقلالية المالية	0.46	0.36	0.34	0.39	0.32	0.27	0.25	0.22	0.16

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية لشركة NCA-Rouiba.

-من خلال نسبة الاستقلالية المالية كمؤشر معبر عن مستوى أداء هيكل التمويل، يظهر أنّ شركة NCA-Rouiba سجلت انخفاضا في متوسط هذه النسبة بعد الإدراج في البورصة ليبلغ معدل 24% مقابل 39% قبل الإدراج في البورصة، هذا يدل على أنّ المؤسسة تمول أصولها بنسبة 24 % بواسطة أموالها الخاصة و 76% عن طريق الديون، أي أنّ المؤسسة غير مستقلة مالياً؛

-تراجع متوسط نسبة الديون قصيرة الأجل بعد الاكتتاب العام ليبلغ معدل 53% مقابل 69% قبل الاكتتاب؛
- أمّا نسب أداء هيكل التمويل الأخرى لهذه المؤسسة فقد عرفت نمواً في المتوسط بعد دخولها إلى البورصة، وهي تشير إلى اعتماد المؤسسة بشكل أكبر على الديون الطويلة والمتوسطة الأجل في تمويل أصولها وكذا إلى نمو نسبة هذه الديون في كلّ من هيكل رأس المال وهيكل التمويل لهذه المؤسسة، حيث أنّ الإدراج في البورصة منح المؤسسة ثقة إضافية لدى المتعاملين معها وخاصة البنوك.

2-3 نسب السيولة:

يوضح الجدول أدناه مستوى السيولة لشركة NCA-Rouiba قبل وبعد الإدراج في البورصة وتظهر النتائج ما يلي:

الجدول رقم (07): نسب السيولة لشركة NCA-Rouiba قبل وبعد الإدراج في البورصة.

النسبة	بعد الإدراج في البورصة						قبل الإدراج في البورصة				نسبة التغير %
	2010	2011	2012	المتوسط	2013	2014	2015	2016	2017	المتوسط	
نسبة السيولة العامة	121.11%	116.08%	98.79%	112%	103.18%	104.30%	96.71%	82.55%	66.92%	90.73%	-21.27%
نسبة السيولة السريعة (المختصرة)	76.45%	67.15%	57.18%	66.93%	55.50%	63.34%	59.64%	59.64%	42.42%	56.12%	-10.81%
نسبة السيولة الفورية (النقدية)	31.33%	15.02%	8.39%	18.25%	7.64%	8.32%	7.41%	2.66%	2.62%	5.73%	-12.52%

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية والتقارير السنوية لشركة NCA-Rouiba.

هناك انخفاض عام في مستوى السيولة الذي تحتفظ به شركة NCA-Rouiba بعد الدخول إلى البورصة، حيث سجلت إنخفاضا في نسبة السيولة العامة بمعدل 21.27%، ونسبة السيولة السريعة (المختصرة) بمعدل 10.81%، بينما انخفضت نسبة السيولة الفورية (النقدية) من 18.25% إلى 5.73% مسجلة بذلك معدل انخفاض قدره 12.52%، وهذا يدل على أنّ هذه المؤسسة كانت لها قدرة كبيرة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل قبل عملية الاكتتاب منها بعد الاكتتاب.

3- باستعمال النسب الحديثة (نسب القيمة Value ratios)

يعرض الجدول رقم (08) البيانات الخاصة بنسبة القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، وتظهر النتائج ما يلي:

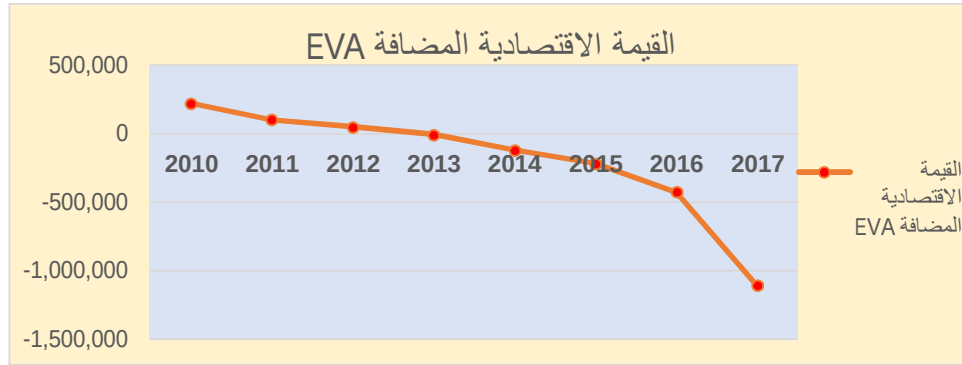
الجدول رقم (08): نسبة القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لشركة NCA-Rouiba قبل وبعد الإدراج في البورصة خلال الفترة (2010-2017).
الوحدة: (KDA)

البيان	قبل الإدراج في البورصة			بعد الإدراج في البورصة		
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)	223 341	102 662	49 557	- 5 593	- 119 082	- 217 032
القيمة السوقية المضافة (MVA _t)	199 768	82 130	35 398	- 3 581	- 68 164	- 111 127

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية والتقارير السنوية لشركة NCA-Rouiba.

و يمكن تمثيل قيم القيمة الاقتصادية المضافة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (05): تغيرات القيمة الاقتصادية المضافة لشركة NCA-Rouiba خلال الفترة (2010-2017).



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الجدول رقم (08).

تظهر نسبة القيمة الاقتصادية المضافة بقيم سالبة بعد عملية الإدراج في البورصة، حيث بلغت سنة 2017 مبلغ 1 067 754 - ألف دج، وهذا راجع إلى كون تكلفة رأس المال المستثمر أكبر من العائد المحقق، فكما هو معلوم فإنّ هذه النسبة تتناسب طرديا مع تكلفة رأس المال، وهذا يدل على تراجع الأداء المالي لهذه المؤسسة بعد إدراجها في البورصة، فالعوائد المحققة لم تغطي تكلفة رأس المال المستثمر.

هناك تدهور في القيمة السوقية لشركة NCA-Rouiba حيث سجلت قيمة سوقية سالبة بمبلغ 513 656 - ألف دج، وهذا راجع إلى القيم الاقتصادية السالبة التي سجلتها المؤسسة بعد إدراجها بالبورصة، وهو ما يؤثر سلبا على ثروة الملاك.

الخاتمة:

تؤدي البورصة دورا مهما في الحياة الاقتصادية للمؤسسات، إذ تعتبر مصدرا من مصادر التمويل المباشر للاقتصاد بشكل عام والمؤسسات الاقتصادية بشكل خاص، ومركزا لتجميع الادخار وتوجيهه بفعالية نحو الأعوان الاقتصاديين ذوي العجز المالي. وهو ما دفع بالعديد من المؤسسات الاقتصادية الدخول إلى البورصة بغية تلبية حاجياتها للتمويل على المدى الطويل، وكذا تنويع مصادر تمويلها من أجل الحصول على التركيبة المثلى لهيكلة رأس مال المؤسسة.

غير أنّ قرار الإدراج هذا يبقى دوماً رهن التفكير والمعاينة بالنسبة لمسيري المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة، كون أنّ هذه العملية لها إيجابياتها وسلبياتها، باعتبار أنّ تحقيق هذه العملية يعتبر أمراً عسيراً، لكن الأصعب منه هو كيفية البقاء في البورصة والتكيف مع متطلباتها.

فمن خلال استعراضنا لنتائج الدراسة التطبيقية، يمكن القول أنّ دخول شركة NCA-Rouiba إلى بورصة الجزائر من خلال طرح أسهمها للاكتتاب العام لم يساعد على تحسين مستوى الأداء المالي بها فقد سجلت المؤسسة أداء جيداً في مؤشرات المالية قبل الدخول إلى البورصة وهو ما أهلها لتكون من بين المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر للقيم المنقولة، وتراجعا في معظم النسب (نسب أداء هيكل التمويل ونسب السيولة، ونسب القيمة) في فترة ما بعد الاكتتاب، وهذا راجع حسب تقديرنا إلى حادثة دخولها نسبياً إلى البورصة وما يرتبط به من تكاليف، وزيادة اعتمادها على الديون وخاصة طويلة الأجل في تمويل احتياجات الدورة، وكذا تأخر نتائج الاستثمارات المراد تمويلها بواسطة الرفع في رأس المال، وهو ما حملها مصاريف مالية ضخمة نتجت عنها عجز في الخزينة، هذا باستثناء نسبة هامش الربح الإجمالي ونسبة العائد على حقوق الملكية، فالملاحظ أنّ هذه الأخيرة عرفت نمواً بعد الدخول إلى البورصة لكن القيمة السوقية لسهم المؤسسة في تراجع مستمر وغير مبرر سوى بأنّ بورصة الجزائر لا تتسم بالكفاءة وأنّ المعلومات المتاحة لا تنعكس في الأسعار.

كما يمكن إرجاع سبب هذا التدهور أيضاً حسب ما توصلت إليه أغلب الدراسات إلى أنّ أداء المؤسسات يعرف تراجعاً خلال السنوات الأولى من إدراجها بالبورصة، لكنه يسجل معدلات نمو مرتفعة لاحقاً، حيث أنّه في حالة طرح كل أو غالبية أسهم المؤسسة للاكتتاب العام، فإنّ ذلك يؤدي إلى ظهور إدارة المؤسسة كنتيجة لتوسيع دائرة الملكية وازدياد عدد المساهمين بالمؤسسة، وبالتالي يتغير هيكل الملكية وتتفصل بذلك الملكية عن الإدارة وهو ما يؤدي إلى ضعف أداء هذه المؤسسات.

وتجدر الإشارة إلى أنّه لا يمكن تعميم النتائج المتوصل إليها على كل المؤسسات، خاصة وأنّ الدراسة كانت في سوق مالي غير نشط وعدد المؤسسات المدرجة ضئيل جداً وأغلب أصحاب الأموال يتسمون بعدم الرشادة ويفتقرون إلى ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية والبورصة.

وعلى ضوء هذه النتائج، يمكن تقديم الاقتراحات التالية:

- العمل على نشر الوعي وزيادة ثقافة البورصة والاستثمار في الأوراق المالية بين المتدخلين وخاصة المستثمرين الماليين الأفراد، من خلال تفعيل دور الصحافة الوطنية في هذا المجال؛
- تحسين سمعة البورصة وتنشيطها بالعمل على زيادة حجم التداول فيها من خلال الرفع من عدد المؤسسات المقيدة، ومنحها المزيد من الإعفاءات الجبائية والتسهيلات فيما يتعلق بالشروط الضرورية للإدراج (خاصة الحد الأدنى لرأس المال وعدد المساهمين)، وخاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ترغب في الدخول إلى البورصة، مع تشجيع المؤسسات ذات الملاءة المالية العالية على الدخول إلى البورصة لتوفير الحجم المالي الكافي من أجل تدعيم هذه المؤسسة المالية؛

-إضفاء المزيد من الشفافية على عملية الإدراج لكسب ثقة المستثمرين في السوق، خاصة صغار المستثمرين لحماية حقوقهم من المضاربة بالأسعار وكذا ترشيد قراراتهم الخاصة بالاستثمار؛

- ضرورة الأخذ بعين الاعتبار تكاليف الإدراج والتحكم في حجم التكاليف الأخرى (مصاريف العمال الاستهلاكات الوسيطة،...) بما يتماشى مع الأوضاع التي تمر بها المؤسسة لتفادي تدهور أدائها؛
 - عدم الاكتفاء بالتوغل في السوق المحلية و المغاربية والسعي إلى البروز في الأسواق الإفريقية الأخرى وكذا الأسواق الأوروبية وهذا حتما سيرفع من مستوى رقم أعمالها؛
 - ضرورة استخدام المزيد من التقنيات التكنولوجية الحديثة من أجل رفع قدراتها الإنتاجية والتنافسية.
- الهوامش**

¹ThorayaGherissiLabben et autres, L'opportunité d'introduction en bourse des petites et moyennes entreprises hôtelières suisse:une nouvelle solution de financement pour la branche, Projet déposé dans le cadre du programme réserve stratégique de la HES-SO, Rapport final, Juillet 2009, P14.

²Le Guide de l'introduction des sociétés en bourse de Tunis, Novembre 2008, PP 02-04.

³Quiry.P, Le Fur.Y, Vernimmen Finance d'entreprise 2015, Edition Dalloz, 13^{eme} Edition, Paris, 2015, P 953.

⁴فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006، ص 319.

⁵Youssef Debboub, L'introduction d'une société en bourse : avantages, modalités et inconvénients, Revue des sciences économiques, de gestion et de commerce, vol 01, N°27, Université d'Alger 3, Alger, 2013, P15.

⁶Arlond.D, La bourse et les produits boursiers : Marché, Indices, Actions, Produits dérivés, Edition Ellipses, Paris, France, 2004, P09.

⁷5* مليون دينار بالنسبة للشركات ذات الأسهم، دون الإخلال بأحكام القانون التجاري.

⁷ZahiaZerfa, Modalités et conditions d'admission à la bourse d'Alger, Séminaire sur : les avantages de l'introduction en bourse, Commission d'organisation et de surveillance des opérations en bourse COSOB, El Aurassi, Alger, Algérie, 25 Avril 2013, PP 22-28.

⁸SGVB, Guide d'introduction en bourse, Alger, Algérie, 2011, P15.

⁹عبد الله غانم، عبد الغني ربوح، دور بورصة الجزائر في تطوير المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل الاقتصاد العالمي - دراسة حالة القرض السندي "سوناطراك، رياض سطيف، مجمع صيدال، فندق الأوراسي"، مجلة البحوث والدراسات، العدد 06، معهد العلوم القانونية والإدارية، المركز الجامعي بالوادي، الجزائر، جوان 2008، ص 185.

¹⁰زرموت خالد، تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر وسبل رفع كفاءتها مع دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن خلال فترة 2010-2015 أطروحة دكتوراه علوم في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر 2015-2016، ص 160.

¹¹أوامر البورصة، منشورات بورصة الجزائر، يمكن الإطلاع على المطوية من خلال الموقع التالي: <http://www.Sgbv.dz/commons/ar/document/document114989558.pdf>

¹²القانون رقم 09-09 المؤرخ في 13 محرم 1431 الموافق لـ 30 ديسمبر 2009، المتضمن قانون المالية لسنة 2010، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 78، الصادرة بتاريخ 2009/12/31، المادة رقم 32، ص 11.

¹³القانون رقم 08-13 المؤرخ في 27 صفر 1435 الموافق لـ 30 ديسمبر 2013، المتضمن قانون المالية لسنة 2014، الجريدة الرسمية الجزائرية العدد 68، الصادرة بتاريخ 2013/12/31، المادة رقم 66، ص 20.

¹⁴القانون رقم 10-14 المؤرخ في 08 ربيع الأول 1436 الموافق لـ 30 ديسمبر 2014، المتضمن قانون المالية لسنة 2015، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 78، الصادرة بتاريخ 2014/12/31، المادة رقم 73، ص 26.

¹⁵ليلي بوحديد، دور استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة ميدانية، مجلة الحقيقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 16، العدد 41، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، 2017، ص 878.

¹⁶محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 45.

¹⁷محمود جلال أحمد، طلال الكسار، استخدام مؤشرات النسب المالية في تقييم الأداء المالي والتنبؤ بالأزمات المالية للشركات (الفشل المالي) ورقة بحث مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الدولي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 2009، ص 07.

¹⁸Scosip.E, Dialogue autour de la performance en entreprise, Edition Harmattan, Paris, France, 1999, P18.

¹⁹أحمد سلامي، زينب درويش، نحو بناء نموذج قياسي للتنبؤ بالأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة قطر: دراسة حالة عينة من الشركات خلال الفترة (2010-2015)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 02، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2016، ص 192.

²⁰السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2000، ص 38.

²¹Theodore H Poster, Gregory Streib, Eléments of strategic planning and management municipal government: status after two decades, Public administration review, Vol 65, N°01, 2005, P46.

²²محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 45.

²³وائل محمد صبحي، طاهر محسن منصور الغالي، أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن 2009، صص 43-42.

²⁴وليد ناجي الجيلالي، التحليل المالي، الأكاديمية العربية في الدانمارك، 2007، ص 120.

²⁵مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقييم أداء الشركات الصناعية والتعديل المقترح لحسابها: دراسة تطبيقية،

مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 05، العدد 11، المعهد العالي للدراسات المالية والمحاسبية، جامعة بغداد، العراق، 2010 ص 04.

²⁶Chandra Shil Nikhil, Performance measures: An application of Economic Value Added, International journal of business and management, Vol04, N°03, March 2009, P171.

²⁷Christian Hoarau, Analyse et évaluation financières des entreprises et des groupes, Edition Vuibert, France 2008, P210.

²⁸عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية: نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007، ص 120.

²⁹مقبل علي أحمد علي، مرجع سبق ذكره، ص 12.

³⁰www.rouibaenbourse.com, consulté le 23/10/2018 à 12 :42.

³¹www.ncarouiba.dz, consulté le 23/10/2018 à 12 :49.

* ISO : International Organisation Standardisation.

** HACCP : Hazard Analysis Critical Control Point.

³²www.sgbv.dz, consulté le 22/10/2018 à 11 :53.