

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المركز الجامعي - إيليزي (الجزائر)  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



التحليل المالي باستخدام التدفقات النقدية وأثره على القيمة  
السوقية للمؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية  
دراسة حالة: مجمع صيدال للسنة المالية 2023 في الجزائر

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي في شعبة: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم  
التسيير، تخصص: المحاسبة والمالية

إعداد الطالبة:

جهان بن عزوز

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	المؤسسة الجامعية	الصفة
		المركز الجامعي إيليزي	رئيسا
الأخضر عياشي	أستاذ محاضر قسم -أ-	المركز الجامعي إيليزي	مشرفا
		المركز الجامعي إيليزي	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2026/2025



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المركز الجامعي - إيليزي (الجزائر)  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



التحليل المالي باستخدام التدفقات النقدية وأثره على القيمة  
السوقية للمؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية  
دراسة حالة: مجمع صيدال للسنة المالية 2023 في الجزائر

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي في شعبة: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم  
التسيير، تخصص: المحاسبة والمالية

إعداد الطالبة:

جهان بن عزوز

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	المؤسسة الجامعية	الصفة
		المركز الجامعي إيليزي	رئيسا
الأخضر عياشي	أستاذ محاضر قسم -أ-	المركز الجامعي إيليزي	مشرفا
		المركز الجامعي إيليزي	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2026/2025

## الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿وَإِخْفِضْ لَهُمَا جَنَاحَ الذُّلِّ مِنَ الرَّحْمَةِ وَقُلْ رَبِّ ارْحَمْهُمَا كَمَا رَبَّيَانِي صَغِيرًا﴾

إلى التي كانت دعائي قبل أن أنطق، ونوري قبل أن أبصر،

إلى زهرة عمري وحلو السنين،

منك بدأت، وبك أستمر، ولولاك لما كنت،

إليك يا أمي... يا نبض قلبي وسرّ قوتي.

إلى من علّمني أن للحياة معنى، وأن للصبر طريقا يوصل إلى النجاح،

إلى سندي الذي لا يميل، وعزّي الذي لا يزول،

إلى من تعب ليُريحني، وضحّى لأجل سعادتني،

إليك يا أبي... يا فخري وأماني.

إلى والديّ الكريمين،

تعجز كلماتي وتخجل عباراتي أمام عظيم فضلكما،

فمهما كتبت لن أوفيكما حقكما،

شكرا لكل لحظة حب، لكل تضحية، لكل دعاء كان سببا في وصولي إلى هنا،

أسأل الله أن يحفظكما لي، ويديكما تاجا فوق رأسي مدى الحياة.

إلى إخوتي... قطعة من روحي، ونبض لا يهدأ،

بكم تكتمل فرحتي، وبقرّبكم تقوى عزيمتي،

أنتم السند حين أميل، والفرح حين أحتاج،

شكرا لأنكم دائما هنا.

إلى كل من كان لي نورا في طريقي،

ومن مدّ لي يد العون، وساندني بكلمة أو دعاء،

كنتم جزءا من هذا النجاح، فلکم مني كل الامتنان والوفاء.

جهان

## شكر وعرفان

اللهم إنا نشكرك شكرا يليق بجلال وجهك وعظيم سلطانك فيا رب لك الحمد حتى ترضى ولك الحمد إذا رضيت  
ولك الحمد بعد الرضا.

نتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى الاستاذ الفاضل الأخضر عياشي لتفضله بالإشراف على هذا البحث ولما قدمه  
لنا من توجيهاته القيمة ودعمه الأكاديمي، كما نتقدم بالشكر إلى جميع أساتذة وموظفي معهد العلوم الاقتصادية  
والتجارية وعلوم التسيير.

ولا يفوتنا أن نشكر اللجنة الموقرة على قبول مناقشة هذا العمل وتصويبه وكل الشكر إلى من قدم لنا يد العون  
والمساعدة من قريب أو بعيد.

جهان

الصفحة	العنوان
I	الاهداء
II	شكروعرفان
III	فهرس المحتويات
V	فهرس الجدول
VI	قائمة الملاحق
VII	قائمة الاختصارات والرموز
أ...د	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري والدراسات السابقة	
02	تمهيد الفصل الاول
03	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتحليل المالي والقيمة السوقية
03	المطلب الأول: ماهية التحليل المالي
03	1. مفهوم القوائم المالية
04	2. مفهوم التحليل المالي
05	3. نشأة وتطور التحليل المالي
07	4. أهداف التحليل المالي
07	5. أهمية التحليل المالي في اتخاذ القرار
09	6. الأطراف المستفيدة من التحليل المالي
10	المطلب الثاني: أدوات وأساليب التحليل المالي
10	01. التحليل الأفقي والعمودي
13	02. النسب المالية
15	المطلب الثالث: التحليل باستخدام التدفقات النقدية
16	1. مفهوم التدفقات النقدية ومكوناتها
18	2. أهمية تحليل قائمة التدفقات النقدية
19	3. نسب تحليل التدفقات النقدية
21	4. مؤشرات التدفقات النقدية
22	المطلب الرابع: القيمة السوقية للمؤسسة
22	1. مفهوم القيمة السوقية

23	2. العوامل المؤثرة في القيمة السوقية
25	المبحث الثاني: عرض وتقييم الدراسات السابقة
25	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة باللغة العربية
29	المطلب الثاني: عرض الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
32	المطلب الثالث: مناقشة الدراسات السابقة وما يميز هذه الدراسة
34	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية: دراسة حالة مجمع صيدال - الجزائر: 2023	
36	تمهيد الفصل
37	المبحث الأول: تقديم لمؤسسة /مجمع صيدال
37	المطلب الأول: النشأة والتطور التاريخي
37	المطلب الثاني: النشاط الاقتصادي والقطاع الصناعي
38	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي والتمويل
38	المطلب الرابع: مكانة صيدال في السوق الجزائرية والقيمة السوقية
38	مكانة صيدال في السوق الجزائرية
40	الإدراج في البورصة والقيمة السوقية
42	المبحث الثاني: التحليل المالي للتدفقات النقدية لمجمع صيدال
42	المطلب الأول: تحليل التدفقات النقدية التشغيلية
43	المطلب الثاني: تحليل التدفقات النقدية الاستثمارية
45	المطلب الثالث: تحليل التدفقات النقدية التمويلية
47	المبحث الثالث: تحليل القيمة السوقية لمجمع صيدال
47	المطلب الأول: مؤشرات التدفقات النقدية لمجمع صيدال
50	المطلب الثاني: ارتباط التدفقات النقدية بالقيمة السوقية
51	المطلب الثالث: اختبار الفرضيات
53	خلاصة الفصل
55	الخاتمة
57	قائمة المراجع
61	قائمة الملاحق
69	الملخص

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
20	معادلات ونسب تحليل التدفقات النقدية	(01-01)
39	مكانة مجمع صيدال في السوق الجزائرية (2023)	(01-02)
40	تطور أداء سهم مجمع صيدال في البورصة (2019-2023)	(02-02)
43	تحليل التدفقات النقدية التشغيلية لمجمع صيدال (2022-2023)	(03-02)
44	تحليل التدفقات النقدية الاستثمارية لمجمع صيدال (2022-2023)	(04-02)
45	تحليل التدفقات النقدية التمويلية لمجمع صيدال (2022-2023)	(05-02)
49	مؤشرات التدفقات النقدية لمجمع صيدال (2023)	(06-02)

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
62	معلومات حول المعاملات مع الزبائن	(01)
63	جدول حركة رؤوس الأموال	(02)
64	جدول حركة التدفقات النقدية	(03)
65	جدول حسابات النتائج	(04)
66	حسابات الخصوم	(05)
67	حسابات الأصول	(06)
68	معلومات حول مجمع صيدال	(07)

الرمز	الشرح باللغة الأجنبية	الشرح باللغة العربية
OCF	Operating Cash Flow	.التدفق النقدي التشغيلي
Sales	Total Sales Revenue generated from business operations.	رقم الأعمال أو المبيعات الإجمالية الناتجة عن نشاط المؤسسة.
OCF Ratio	Operating Cash Flow to Sales Ratio	نسبة التدفق النقدي التشغيلي إلى المبيعات.
CL	Current Liabilities	.الالتزامات قصيرة الأجل
OCF/CL	Operating Cash Flow to Current Liabilities	نسبة التدفق النقدي التشغيلي إلى الالتزامات القصيرة الأجل.
NI	Net Income	.صافي الربح
CF/NI	Cash Flow to Net Income	.نسبة التدفق النقدي إلى صافي الربح
FCF	Free Cash Flow	.التدفق النقدي الحر
CAPEX	Capital Expenditure	.النفقات الرأسمالية
OCF/Debt	Operating Cash Flow to Total Debt	نسبة التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الديون.

# مقدمة

## - تمهيد

تعد التدفقات النقدية إحدى أهم الأدوات الحديثة في مجال التحليل المالي، حيث تمكن من التقييم الحقيقي لقدرة المؤسسات على خلق السيولة واستدامة النشاطات التشغيلية بعيدا عن القيود المحاسبية التقليدية. وقد أصبحت هذه القائمة ضمن متطلبات الشفافية المالية وفقا لمعيار IAS 7، كونها تعبر عن الأداء المالي الفعلي وتكشف عن سلامة البنية المالية للمؤسسات. وفي سياق الأسواق المالية، تمثل السيولة المتولدة مؤشرا رئيسا ينعكس بشكل مباشر أو غير مباشر على القيمة السوقية للمؤسسة، لاسيما في ظل بيئة تنافسية تتطلب الثقة والاستمرارية للمستثمرين.

ومن هذا المنطلق، بات تقييم المؤسسات المدرجة في السوق المالية الجزائرية عبر منهجية تحليل التدفقات النقدية ضرورة بحثية ملحة، خاصة مع الدور الحساس الذي يلعبه مجمع صيدال كقاطرة للصناعة الصيدلانية الوطنية وكأحد أهم المؤسسات المدرجة ببورصة الجزائر، مما يجعله نموذجا مناسباً لدراسة العلاقة بين أداء السيولة والتحركات السوقية للسهم.

## - طرح الإشكالية

بالنظر لأهمية التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي، يبرز التساؤل الدراسة ي التالي:  
ما مدى قدرة مؤشرات التدفقات النقدية على عكس الأداء المالي الحقيقي لمجمع صيدال في الجزائر لسنة 2023، وكيف ينعكس ذلك على قيمته السوقية في بيئة سوق مالية تتسم بضعف السيولة والكفاءة؟

## - الأسئلة الفرعية

بناء على الإشكالية الرئيسية السابقة تم طرح الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة السوقية لمجمع صيدال؟ وهل تعكس السوق المالية هذه العلاقة بشكل واضح؟
2. إلى أي مدى تؤثر التغيرات في التدفقات النقدية الاستثمارية على تقييم مجمع صيدال، وهل ينعكس هذا التأثير على القيمة السوقية في الأجل القصير؟
3. ما مدى تأثير سياسة التمويل النقدي المتبعة من طرف مجمع صيدال على استقراره المالي، وهل ينعكس ذلك على سعر السهم والقيمة السوقية في ظل خصائص السوق المالية الجزائرية؟

## - الفرضيات

بناء على الأسئلة السابقة تم صياغة الفرضيات التالية:

## الفرضية الرئيسية:

توجد علاقة بين مؤشرات التدفقات النقدية والقيمة السوقية لمجمع صيدال، إلا أن هذه العلاقة قد تكون ضعيفة أو غير مباشرة في ظل خصائص السوق المالية الجزائرية.

## - الفرضيات الفرعية:

1. توجد علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة السوقية لمجمع صيدال، غير أن هذه العلاقة قد لا تكون معنوية بشكل واضح بسبب ضعف كفاءة السوق المالية.
2. تؤثر التغيرات في التدفقات النقدية الاستثمارية على تقييم المؤسسة على المدى الطويل، إلا أن هذا التأثير قد لا ينعكس مباشرة على القيمة السوقية في الأجل القصير.
3. تساهم سياسة التمويل النقدي لمجمع صيدال في تحديد استقراره المالي، غير أن أثرها على سعر السهم والقيمة السوقية يبقى محدودا في ظل ضعف نشاط السوق.

## - أهمية الدراسة

- إبراز الدور الحقيقي للتدفقات النقدية كأداة أساسية في تقييم المؤسسات المدرجة.
- دعم متخذي القرار والمستثمرين بمعلومات نقدية أكثر مصداقية من المؤشرات المحاسبية التقليدية.
- الإسهام في إثراء الدراسات المالية الأكاديمية المتعلقة بسوق المال الجزائرية.
- تقديم توصيات لتحسين استراتيجية إدارة السيولة في المؤسسات العمومية المدرجة.

## - أهداف الدراسة

- تحليل الأداء المالي لمجمع صيدال اعتمادا على التدفقات النقدية وفق معيار IAS 7.
- قياس أثر مكونات التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم صيدال خلال 2023.
- اقتراح آليات فعالة لتعزيز سيولة المؤسسة وتحسين صورتها السوقية.

## - حدود الدراسة

- الحدود الموضوعية: ينحصر التحليل في التدفقات النقدية وعلاقتها بالقيمة السوقية فقط.
- الحدود المكانية: مؤسسات البورصة الجزائرية، مع اختيار مجمع صيدال.
- الحدود الزمنية: سنة 2023 كآخر سنة مالية متاحة بنشر رسمي كامل.

## - مبررات اختيار الموضوع

- حداثة الموضوع وقلة الدراسات التطبيقية على السوق الجزائرية.
- أهمية القطاع الصيدلاني محليا واستراتيجيا.
- توفر بيانات مالية موثوقة وعلنية ومنشورة لمجمع صيدال.
- انسجام الدراسة مع توجهات الاقتصاد الوطني نحو الشفافية وتحسين جاذبية السوق المالية.

## - المنهج المعتمد في الدراسة

اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، لما يتيح من إمكانية الربط بين الجانب النظري والتطبيقي في تحليل التدفقات النقدية والقيمة السوقية. حيث تم استخدام الوصف لعرض المفاهيم الأساسية، والتحليل لتفسير البيانات المالية لمجمع صيدال. كما تم توظيف أداة تحليل المحتوى كأداة رئيسية لجمع البيانات، من

خلال استخراج المعلومات الكمية والكيفية من التقرير السنوي والقوائم المالية المنشورة للمجمع، خاصة قائمة التدفقات النقدية. وقد سمحت هذه الأداة بتحليل المعطيات بطريقة منهجية، واستخلاص المؤشرات المالية اللازمة لدراسة العلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية.

#### • هيكل الدراسة:

يتناول الفصل الأول من هذه الدراسة الإطار النظري للتحليل المالي والقيمة السوقية، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين رئيسيين. خصص المبحث الأول لتقديم الإطار المفاهيمي، من خلال التطرق إلى ماهية التحليل المالي من حيث تعريفه ونشأته وأهدافه وأهميته في اتخاذ القرار، ثم عرض أدوات وأساليب التحليل المالي التقليدية والحديثة، مع التركيز على التحليل باستخدام التدفقات النقدية. كما تم التعمق في مفهوم قائمة التدفقات النقدية ومكوناتها وأهميتها في تقييم الأداء المالي، إضافة إلى عرض أهم المؤشرات المرتبطة بها. وفي ختام هذا المبحث، تم تناول مفهوم القيمة السوقية للمؤسسة وطرق حسابها والعوامل المؤثرة فيها، مع إبراز العلاقة النظرية التي تربطها بالتدفقات النقدية. أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض الدراسات السابقة العربية والأجنبية، وتحليلها ونقدها، وصولاً إلى تحديد الفجوة البحثية التي تسعى هذه الدراسة إلى معالجتها.

أما الفصل الثاني، فقد خصص للجانب التطبيقي من الدراسة، حيث تم إسقاط المفاهيم النظرية على حالة مجمع صيدال. وقد بدأ الفصل بتقديم عام للمجمع، من حيث نشأته وتطوره، وطبيعة نشاطه، وهيكله التنظيمي، ومكانته في السوق الدوائية، إضافة إلى وضعه في البورصة. ثم تم التطرق إلى تحليل التدفقات النقدية لسنة 2023، من خلال دراسة الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، واستخراج أهم المؤشرات النقدية المرتبطة بها. كما تم تحليل القيمة السوقية للمجمع من خلال دراسة تطور سعر السهم وحجم التداول. وفي الأخير، تم الربط بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية، بهدف اختبار الفرضيات والوصول إلى نتائج تبرز طبيعة العلاقة بين الأداء المالي الحقيقي والتقييم السوقي في ظل خصائص السوق المالية الجزائرية.

## الفصل الأول:

### الإطار النظري والدراسات السابقة

## تمهيد:

يعد التحليل المالي من أهم الأدوات التي يعتمد عليها مختلف الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة، سواء كانوا مستثمرين، مقرضين أو إداريين، لما يوفره من معلومات تساعد في تقييم الأداء المالي واتخاذ القرارات الرشيدة. وقد شهد هذا المجال تطوراً ملحوظاً، خاصة مع تزايد الاعتماد على مؤشرات أكثر دقة تعكس الوضعية الحقيقية للمؤسسة، وعلى رأسها التدفقات النقدية، التي أصبحت تمثل أداة أساسية في قياس الكفاءة المالية والقدرة على الاستمرارية.

وفي هذا السياق، تبرز القيمة السوقية كأحد أهم المؤشرات التي تعكس تقييم السوق لأداء المؤسسة وأفاقها المستقبلية، حيث تتأثر هذه القيمة بمجموعة من العوامل المالية وغير المالية، من بينها جودة الأرباح، التدفقات النقدية، ومستوى المخاطر. ومن هنا تتجلى أهمية دراسة العلاقة بين التحليل المالي، خاصة القائم على التدفقات النقدية، والقيمة السوقية، لما لذلك من دور في فهم سلوك المستثمرين وآليات التسعير في الأسواق المالية. وعليه، يهدف هذا الفصل إلى تقديم الإطار النظري لموضوع الدراسة، من خلال التطرق إلى مفاهيم التحليل المالي وأدواته، مع التركيز على التدفقات النقدية كمؤشر حديث في التقييم المالي، ثم عرض مفهوم القيمة السوقية والعوامل المؤثرة فيها، إضافة إلى استعراض ونقد أهم الدراسات السابقة ذات الصلة، تمهيداً لبناء الإطار التطبيقي للدراسة.

### المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتحليل المالي والقيمة السوقية

يعد التحليل المالي من الركائز الأساسية التي يعتمد عليها في فهم الوضعية المالية للمؤسسات وتقييم أدائها، حيث يوفر مجموعة من الأدوات التي تساعد في تفسير البيانات المالية واتخاذ القرارات المناسبة. ومع تطور البيئة الاقتصادية وزيادة تعقيد المعاملات، لم يعد التحليل المالي يقتصر على دراسة القوائم المالية التقليدية، بل أصبح يشمل مؤشرات أكثر دقة، وعلى رأسها التدفقات النقدية التي تعكس القدرة الحقيقية للمؤسسة على توليد السيولة.

وفي هذا الإطار، تبرز القيمة السوقية كمؤشر يعكس تقييم السوق لأداء المؤسسة وأفاقها المستقبلية، حيث تتأثر بعدة عوامل مالية، من بينها جودة الأرباح ومستوى التدفقات النقدية. ومن هنا تأتي أهمية الربط بين التحليل المالي، خاصة القائم على التدفقات النقدية، والقيمة السوقية، لفهم مدى استجابة السوق للمعلومات المالية.

وعليه، يهدف هذا المبحث إلى تقديم الإطار المفاهيمي للتحليل المالي والقيمة السوقية، من خلال التطرق إلى ماهية التحليل المالي وأدواته، ثم إبراز دور التدفقات النقدية في تقييم الأداء، وصولاً إلى تحليل مفهوم القيمة السوقية والعلاقة النظرية التي تربطها بالتدفقات النقدية، بما يمهّد للجانب التطبيقي للدراسة.

#### المطلب الأول: ماهية التحليل المالي

##### 7. مفهوم القوائم المالية

أ- المفهوم الأول: تعرف على أنها "تشكل القوائم المالية في مجملها مخرجات نظام المعلومات المحاسبي، وتنقسم هذه المخرجات إلى قسمين هما قوائم مالية أساسية، وهي القوائم التي يتعين على الوحدات أن تقوم بإعدادها والإفصاح عنها بشكل دوري حتى تخدم أصحاب الصلة والمستفيدين، وقوائم مكملة للقوائم الأساسية وهي التي تعد بشكل اختياري من قبل المؤسسة بناء على ظروف معينة"<sup>1</sup>، ومن خلال هذا التعريف يمكن القول أنه بالإضافة إلى القوائم المالية الأساسية توجد قوائم إضافية تعدها المؤسسة بشكل اختياري مثل قائمة القيمة المضافة.

كما يجب الإشارة إلى وجود فرق بين القوائم المالية والتقارير المالية، إذ أن القوائم المالية تمثل الجزء المحوري للتقارير المالية وتشتمل على قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية، قائمة التغيرات في الأموال الخاصة، بالإضافة إلى السياسات المحاسبية والإيضاحات التفسيرية، أما التقارير المالية فتشمل بالإضافة إلى القوائم المالية الوسائل الأخرى لتوصيل المعلومات ذات الصلة المباشرة وغير مباشرة،

<sup>1</sup> - مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري تطبيقي، ط2، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009، ص 28.

مثل تقرير مجلس الإدارة، أو تقرير عن تغير الأسعار في صورة وحدة نقد ذات قوة شرائية موحدة، أي أن التقارير المالية مفهوم اشمل من القوائم المالية.

#### ب- المفهوم الثاني:

تعد القوائم المالية الوسيلة الرئيسية التي تستخدم في توصيل المعلومات المالية للأطراف الخارجية حيث تقدم تاريخاً مستمراً للمنشأة في شكل وحدات و تتضمن هذه القوائم ما يلي<sup>1</sup>:

- المركز المالي (الميزانية)،
- قائمة الدخل (حسابات النتائج)،
- قائمة التدفقات النقدية،
- قائمة التغيرات في حقوق الملكية،
- قائمة الملاحق.

وقد تطرق المعيار IAS1 إلى عرض القوائم المالية، وكذلك صدر عن مجلس المعايير المحاسبية الدولية IASB دليل عن كيفية إعداد القوائم المالية استناداً إلى معايير التقارير المالية الدولية IFRS. و تقع مسؤولية إعداد القوائم المالية حسب هذا المعيار على الإدارة حتى ولو قام بإعدادها المحاسب أو تم الاستعانة بمحافظ الحسابات والذي يعتبر مدقق خارجي فان ذلك لا يعفي الإدارة من مسؤوليتها عن كافة المعلومات التي تحتويها القوائم المالية.<sup>2</sup>

#### 8. مفهوم التحليل المالي

تعددت تعريفات التحليل المالي، لكننا نسوق فيما يلي أهم هذه التعاريف:

- أ- "هي عملية إجرائية لنظام المعلومات المحاسبي تهدف إلى تقديم معلومات من واقع القوائم المالية المنشورة ومعلومات أخرى مالية وغير مالية، بهدف مساعدة المستفيدين من اتخاذ قراراتهم الاقتصادية"<sup>3</sup>.
- ب- وعرف أيضاً التحليل المالي بأنه عملية منظمة يتم من خلالها معالجة البيانات المالية واستخراج معلومات تساعد على دراسة وضع المنشأة من نواحي مالية أو تشغيلية، وتقييم أدائها وتوقع مستقبلها، ويتطلب تحقيق ذلك القيام بجمع وتصحيح البيانات المالية، وتقديمها بشكل مختصر، وبما يناسب عملية اتخاذ القرار.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - مجدى سلامة محمود، السياسات المحاسبية والتغيرات في التقديرات والأخطاء المحاسبية، كلية التجارة- جامعة المنصورة، اسكندرية، 2017، ص14.

<sup>2</sup> - الملتقى الدولي الاول، النظام المحاسبي المالي الجديد NSCF، معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، بالقطب الجامعي الجديد الشط، يومي 17-18 جانفي 2010 ص2.

<sup>3</sup> مؤيد راضي خنفر وغسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية: مدخل نظري وتطبيقي، ط01، دار المسيرة، عمان، 2006، ص71.

<sup>4</sup> عصام محمد الطويل، أهمية التحليل المالي في تعزيز جودة التقارير المالية للبنوك التجارية المدرجة في بورصة فلسطين دراسة ميدانية، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد09، العدد02، جامعة فلسطين، 2024، ص235.

ت- "هو عملية حسابية يتم من خلالها تحويل الأرقام الواردة في البيانات والجداول المالية والمحاسبية، أما السابقة أو الحالية لمؤسسة ما إلى أرقام ونسب مئوية وإيجاد الارتباطات التي بينها، ومن ثم اشتقاق مجموعة مؤشرات تساعد تلك المؤسسة الاقتصادية في اتخاذ القرارات المناسبة لها، وبالتالي تطوير عملياتها بما يلبي ويحقق الأهداف التي تسعى لها"<sup>1</sup>.

ث- "هي دراسة للعلاقة بين مجموعة من عناصر القوائم المالية في فترة معينة وكذا دراسة اتجاه هذه العلاقة في الفترة التالية."<sup>2</sup>.

ج- يعتبر التحليل المالي تشخيص وتقييم شامل للحالة المالية لفترة زمنية ماضية معينة من نشاط المؤسسة الاقتصادية، والوقوف على الجوانب الإيجابية والسلبية من السياسة المتبعة من طرفها، باستعمال أدوات ووسائل تتناسب مع طبيعة الأهداف المراد تحقيقها، ويعتبر التحليل المالي الركيزة التي يستند عليها المسير المالي في وضع البرامج والخطط المالية المستقبلية<sup>3</sup>.

ح- التحليل المالي بصورة مبسطة هو "مجموعة الأساليب والطرق الرياضية والاحصائية والفنية التي يقوم بها المحلل المالي على البيانات والتقارير والكشوفات المالية من أجل تقييم أداء المؤسسة والمنظمات في الماضي والحاضر وتوقع ما ستكون عليه في المستقبل"<sup>4</sup>.

هذا ويمكننا من التعريفات السابقة استنتاج الحقائق التالية:

- إن القوائم المالية المنشورة هي المادة الأساسية للتحليل المالي، وبالتالي فإن مهمة المحلل المالي تبدأ من حيث ينتهي المحاسب، وهنا يتطلب من المحلل إدراك الأسس التي أعدت طبقاً لها هذه القوائم.
- يقوم المستفيدون أو من ينوب عنهم المحللون الماليون بدراسة محتويات هذه القوائم واستنتاج العلاقات بين عناصرها واستخراج النسب المالية بقصد التعرف على القيمة المالية للمشروع في تاريخ معين، بالإضافة إلى إمكانية الحكم على الأداء والربحية والقدرة على الاستمرار في المستقبل

## 9. نشأة وتطور التحليل المالي

تعود نشأة التحليل المالي إلى نهاية القرن (19) حيث استعملت البنوك والمؤسسات المصرفية النسب المالية التي تبين مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها إستناداً إلى كشوفاتها المحاسبية، ولقد كان للأزمة الاقتصادية العالمية (1929-1933) التي ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية الأثر الأكبر في تطوير تقنيات

<sup>1</sup> منير عوادي، استخدام التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة صيدال الفترة (2013-2017)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر -3، 2020، ص 04.

<sup>2</sup> مؤيد راضي خنفر وغسان فلاح المطارنة، مرجع سبق ذكره، ص 71.

<sup>3</sup> منير عوادي، مرجع سبق ذكره، ص 04.

<sup>4</sup> أحمد محمد العدسي، التحليل المالي وفقاً للقوائم المالية وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية، عمان، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2010، ص 49.

التسيير و التحليل المالي، ففي سنة 1933 تأسس في الولايات المتحدة الأمريكية لجنة للأمن و الصرف، التي ساهمت بدورها في نشر التقديرات والإحصائيات المتعلقة بالنسب المالية لكل قطاع إقتصادي، كما كان لفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية دور هام في تطوير تقنيات التحليل المالي، حيث أظهر المصرفيون والمقرضون إهتمامهم بتحديد خطر إستعمال أموالهم بصفة دقيقة، و إستمر التحليل المالي بنفس وتيرة النمو في سنوات الأربعينات والخمسينات، وقد تطورت الدراسات المختصة في النظرية المالية، كما تميزت هذه الفترة بظهور مشكل إختيار الإستثمارات، بالإضافة إلى تطور الإقتصاد و إزدياد المنافسة ترجم ذلك نمو إحتياجات التسيير و إدارة الجودة، وهو ما ساعد على تطور التحليل المالي الداخلي، و مع تطور الشركات ووسائل التمويل في الستينات إنصب الإهتمام على نوعية الشركات، حيث تكونت في فرنسا سنة 1967 لجنة عمليات البورصة التي من أهدافها تأمين الإختيار الجيد و تأمين العمليات المالية التي تنشرها الشركات المحتاجة إلى مساهمة الإدخار العمومي<sup>1</sup>.

وفي فترة ما بعد 1985 أدخل مفهوم التحليل الاستراتيجي على اعتبار أن الإدارة الاستراتيجية أصبحت تلعب دورا مهما في الشركات وأصبحت الإدارة المالية إحدى الاستراتيجيات الوظيفية في الشركة، ومنذ عام 1990 حتى يومنا هذا توسع مجال التحليل المالي وازدادت العناصر التي تخضع للتحليل المالي ومن أهمها انتشار وتوسع مفاهيم العوامة وما ترتب عنها من : توحيد أسس ومعايير إعداد القوائم المالية ، تغير القوى الشرائية للعملاء، مشكلات نقل الأموال عبر الدول والاستثمار العالمي، الاتفاقيات الدولية والاهتمام بالبيئة وأثاره على نشاط المؤسسة<sup>2</sup>.

وترجع نشأة التحليل المالي إلى عدة أسباب<sup>3</sup>:

أ- الثورة الصناعية : لقد تطور حجم المشروعات الاقتصادية من منشأة فردية إلى شركة مساهمة كبيرة تجمع مدخرات آلاف المساهمين مما أدى إلى تفويض سلطة إدارة المنشأة إلى مجلس إدارة مستقل. فكانت القوائم المالية وسيلة المساهمين الأساسية في متابعة وضبط أحوال المنشأة، فظهرت الحاجة لتحليل هذه القوائم وتفسير نتائجها

<sup>1</sup> أيمن فريد، استخدام أدوات التحليل المالي للتنبؤ بالفشل المالي دراسة حالة عينة من مؤسسات الصناعة الميكانيكية الجزائرية خلال الفترة (2000-2002)، رسالة ماجستير في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3-، 2013، ص31.

<sup>2</sup> شعشوع احمد، دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار دراسة حالة مؤسسة الاسمنت وشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2019)، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله، 2021، ص10.

<sup>3</sup> مهند جعفر حسن حبيب، أساليب التحليل المالي ودورها في رفع كفاءة الأداء المالي للمؤسسات العامة السودانية دراسة تطبيقية، مجلة البديل الاقتصادي، مجلد 07، العدد 02، جامعة شندي، السودان، 2020، ص71.

- ب- التدخل الحكومي في طريقة عرض البيانات المالية: لقد تدخلت الحكومات من خلال إصدار التشريعات الخاصة بضرورة مراجعة حسابات هذه الشركات بواسطة مراجع خارجي لضمان حماية حقوق المساهمين. كما حددت كيفية عرض البيانات بالقوائم المالية الأمر الذي اظهر الحاجة لتحليل هذه القوائم.
- ت- الأسواق المالية: لإرضا المستثمرين الحاليين والمتوقعين والذين يحتاجون لمعلومات دقيقة عن واقع منشآت الأعمال التي تتداول أسهمها في الأسواق المالية، فإن الأسواق المالية تهتم بتحليل حسابات منشآت الأعمال.
- ث- الائتمان: تلجأ المصارف التجارية إلى تقييم سلامة المراكز المالية والنقدية للمنشآت التي تطلب التمويل قصير الأجل من خلال التحليل المالي للقوائم المالية يتم منح الائتمان حتى أن بعض المصارف أنشأت قسم خاص بالتحليل المالي بداخلها.

### 10. أهداف التحليل المالي

يهدف التحليل المالي بشكل عام إلى تقييم أداء الشركة من زوايا متعددة وبكيفية تخدم أهداف مستخدمي المعلومات ممن لهم مصالح مع الشركة، وذلك بقصد تحديد جوانب القوة والاستفادة منها ومواطن الضعف لعلاجها ومن ثم الاستفادة من المعلومات التي يوفرها التحليل المالي لهم في ترشيد قراراتهم المالية ذات العلاقة بالشركة. وهناك مجموعة من الأهداف يسعى التحليل المالي إلى تحقيقها، وهي:

- أ- قياس أداء الشركة وكفاءتها
- ب- معرفة المركز الائتماني للشركة وكذلك تحديد مركزها المالي
- ت- الحصول على معلومات تساعد في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية
- ث- تحديد نسبة المخاطرة الناتجة عن عمل الشركة إبراز أهمية البيانات والمؤشرات المالية
- ج- تحديد القيمة السوقية للشركة.
- كما يسعى التحليل المالي إلى قياس سيولة الشركة من أجل معرفة مدى قدرة سيولة الأصول في تغطية استحقاقات الديون<sup>1</sup>.

### 11. أهمية التحليل المالي في اتخاذ القرار

تكمن أهمية التحليل المالي الكبرى في كونه يساهم في ترشيد القرارات الاقتصادية لكثير من مستخدمي القوائم المالية. فهذه القرارات تعتمد بشكل أو بآخر على البيانات الواردة في القوائم المالية، ومعلوم أن الحصول على معلومات ملائمة قبل اتخاذ قرار معين يساعد في ترشيد هذا القرار. إن الأغراض التي يخدمها التحليل المالي تكسبه أهمية بالغة لدى الأطراف التي تستخدم المعلومات التي يقدمها لهم<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> يونس ريمة، محاولة تقييم اتجاهات التحليل المالي المستخدمة في شركات التأمين الجزائرية SAA, CAAT, CAAR، أطروحة دكتوراه في إدارة مالية ومحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر -3، 2021، ص ص 06-07.

<sup>2</sup> باصور رضوان، دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات حالة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في إدارة مالية ومحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر -3، 2018، ص ص 07.

ويمكن القول أن أهمية التحليل المالي تظهر في النقاط التالية :

- أ- الإسهام في إعداد الخطط والرقابة وزيادة فاعليتها، ويسهم في الوقوف على مدى الكفاءة في التنفيذ، وتحديد المسؤولية عن الاختلافات فيما بين المخطط والفعلي.
- ب- يسهم التحليل المالي في كشف نواحي القوة والضعف في السياسات المالية للوحدة الاقتصادية ومركزها المالي، عن طريق المؤشرات التي تعكس ذلك والتي تقوم على تحليل المركز المالي لها، مما يسترعي اهتمام الإدارة والجهات المعنية لمعالجة الانحرافات التي قد تظهر عند التقييم.
- ت- للتحليل المالي أهمية خاصة في اختبار الانجازات السابقة، حيث يوضح عما إذا كانت الأمور تسير في الاتجاه الصحيح من عدمه وذلك عن طريق تحليل قائمة الدخل حسابات النتيجة.
- ث- التعرف على مدى قوة المركز المالي والائتماني للوحدة، والقدرة الاستثمارية لديها، ومعرفة استثماراتها من خلال تحقيقها لنمو أنشطتها وعملياتها.
- ج- معرفة وقياس كفاءة عمليات الوحدة المختلفة، وعملياتها داخل الصناعة التي تنتمي إليها، ومعرفة وضعها الإنتاجي والتسويقي والمالي، وتقدير حصتها السوقية ومكانتها التنافسية.
- ح- يساعد في تقييم الأداء سواء كان التقييم شاملا للوحدة كلها أو لجانب معين فيها كتحليل السيولة، أو تقييم الربحية، أو تقييم التوازن المالي، أو مقدرة الوحدة على تسديد التزاماتها المالية. ناهيك عن توفير المعلومات الملائمة والموضوعية لتهيئة المناخ الملائم لترشيد القرارات.
- خ- يساعد في تحديد القدرة الائتمانية، القدرة الإيرادية، الهيكل المالي الأمثل، حجم المبيعات المناسب، قيمة الوحدة الصافية، هيكل التكاليف، تقييم أداء الإدارة العليا، وتحديد مجالات استخدام الأموال ومصادرها.
- د- إمداد متخذي القرارات بالمؤشرات التي ترشد سلوكياتهم لاتخاذ القرارات الرشيدة اعتمادا على مخرجات النظام المحاسبي للوحدة.
- ذ- يساعد في توقع مستقبل الوحدة الاقتصادية من خلال معرفة مؤشرات نتائج الأعمال المتعلقة بها من ربح أو خسارة. وحتى معرفة الإجراءات المناسبة التي تحول دون إشهار إفلاسها وإنقاذ الملاك من خسائر محتملة.
- ر- دراسة العلاقات بين بنود المعلومات المالية التي يوفرها النظام المحاسبي بقصد استنباط مؤشرات كمية - مالية وغير مالية يعبر عنها في صورة نسب، أو اتجاهات أو معايير، أو معادلات توفر المعلومات المالية المناسبة لمستخدمي القوائم المالية لاتخاذ القرارات<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> هادي أحمد محمد الصياد، أهمية التحليل المالي كنظام للمعلومات في توفير المعلومات اللازمة لمتخذي القرارات المالية دراسة ميدانية لعينة من والوحدات الاقتصادية في اليمن، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010، ص ص88-90.

## 12. الأطراف المستفيدة من التحليل المالي

- هناك عدة أطراف تستفيد من نتائج التحليل المالي وفقاً للأهداف التي يسعى إليها كل طرف حيث نجد:<sup>1</sup>
- أ- إدارة الشركة:
- يظهر التحليل المالي مدى كفاءة الإدارة في أداء وظائفها وقدرتها على تحقيق مصالح المالكين والمساهمين، وكذا محاولة كسب ثقة ذوي المصالح المشتركة من أجل تحديد موقفها الإستراتيجي في المدى المتوسط والبعيد، أضف إلى ذلك:
- مدى نجاح الشركة في تحقيق السيولة،
  - مدى نجاح الشركة في تحقيق الربحية،
  - معرفة الوضعية المالية للشركة بالمقارنة مع وضعية الشركات المنافسة،
  - تقييم منجزات الشركة في مجال الإنتاج والتوزيع والتسويق،
  - المساعدة على الرقابة المالية والتنبؤ بمستقبلها المالي.
- ب- المساهمين والمالكين: يرجع ذلك إلى فصل الملكية عن إدارة الشركات، لاسيما في شركات المساهمة الكبيرة، فإن الحاجة إلى نتائج التحليل المالي مسألة في غاية الأهمية تكمن في قدرة الإدارة على تحقيق مصالح المالكين والمساهمين بغرض تعظيم ثروتهم.
- ت- المستثمرون والدائنون: تكمن أهمية نتائج التحليل المالي بالنسبة للمستثمرين، في مدى قدرة الإدارة على تحديد نصيب السهم الواحد من الأرباح والأرباح الموزعة، أما بالنسبة لدائنون فهم يهدفون من وراء تلك النتائج إلى التحقق من مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية.
- ث- هيئة الأوراق المالية: حيث تهدف إلى معرفة المعلومات عن الشركات التي تتعامل معها، بالإضافة إلى مدى مساهمتها في دعم الشفافية والإفصاح عن المعلومات لضمان المساهمة في كفاءة السوق المالي.
- ج- الغرف التجارية والصناعية: من أجل التحقق من مدى مساهمة الشركات في النهوض بالاقتصاد الوطني، وذلك عن طريق تفعيل مختلف المؤشرات التي تحددها.
- ح- مصلحة الضرائب: للتأكد من مدى وفاء الشركات اتجاه مصلحة الضرائب، وكذا مدى تطبيقها لمختلف التشريعات الضريبية، ومحاربة ظاهرة التهرب الضريبي التي لها آثار سلبية على الاقتصاد الوطني ككل.
- خ- المصارف والمؤسسات المالية: من أجل تحديد وتقدير الجدارة الائتمانية للشركات، وهذا اعتماداً على مؤسسات التنقيط، بهدف إقرار منح الائتمان إليها من عدمه.

<sup>1</sup> خلدون إبراهيم شريفات، إدارة و تحليل مالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص.94

## المطلب الثاني: أدوات وأساليب التحليل المالي

يعتبر التحليل المالي أداة لتشخيص الوضعية المالية الماضية والحاضرة للمؤسسة واتخاذ القرارات المستقبلية من خلال القوائم المالية التي تتضمن كما كبيرا من البيانات المحاسبية الخاصة بالفترات المالية السابقة والحالية، لذلك لا يكفي إعداد القوائم المالية والكشوف المحاسبية وإنما يجب تحليل كل جانب من جوانب القوائم المالية باستخدام عدد معين من الأساليب والأدوات المناسبة التي توضح العلاقة بين عدد معين من العناصر والمتغيرات التي ترتبط بشكل معين لبيان نتيجة العلاقة وقت التحليل، ومن المهم جدا أن يعرف المحلل المالي ما يريده من التحليل فهناك العديد من الأساليب المستخدمة في مجال تحليل القوائم المالية وتفاوت هذه الأساليب فيما بينها إنما يعكس تفاوتاً في درجة التحليل المطلوبة وكذلك تفاوتاً في مجالات استخدام نتائج التحليل بالإضافة إلى احتياجات مستخدمي القوائم المالية، ومن خلال ما سبق سنقوم في هذا المطلب بعرض أهم الأساليب المستخدمة في التحليل المالي وذلك من خلال ما يلي:

### 2. التحليل الأفقي والعمودي

يدرس التحليل المالي القوائم المالية بإتباع التحليل الأفقي الذي يتبع العنصر نفسه عبر الزمن بمقارنة التطورات التي حصلت له من خلال قيمته في كل فترة، كما يمكن أن يعتمد التحليل على دراسة العلاقات بين العنصر وعنصر أو مجموعة عناصر أخرى في نفس الفترة وهذا ما يعرف بالتحليل الرأسي، وعموماً يتم استخدام أنواع مختلفة من أساليب التحليل المالي نذكر منها:

#### أ- التحليل الأفقي

يقوم هذا الأسلوب على دراسة وتحديد طبيعة التغيرات التي تطرأ على عناصر القوائم المالية عبر الزمن، ويتم ذلك بمقارنة عناصر الميزانية في لحظة معينة بعناصر لذات الميزانية في لحظة أخرى، وهذا يتطلب بطبيعة الحال توفر مجموعة من القوائم المالية للمقارنة حتى يمكن حساب نسب التغيرات ثم التوصل إلى نتيجة من تحليل التغيرات.

و يطلق على هذا التحليل أيضاً مصطلح تحليل الإتجاهات، لكونه يهتم بدراسة حركة كل عنصر من عناصر القائمة المالية، أو دراسة حركة نسبة مالية على مدار عدة فترات مالية للتعرف على مقدار و إتجاه التغير الحادث في حركة العنصر أو النسبة على مدار الفترة الزمنية مجال المقارنة، أي يكون التحليل المالي أفقياً متى تمت المقارنة بين قيم العنصر نفسه ولكن على مدار سنتين أو أكثر.

إلا أنه يصعب استخدام القوائم المالية المقارنة في الحالات التي تتناول أكثر من ثلاث سنوات، وأفضل طريقة لإجراء مثل هذه المقارنة للإتجاهات الأطول من حيث المدى هو استخدام الأرقام القياسية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> أيمن فريد، مرجع سبق ذكره، ص 31.

ويتضمن التحليل الأفقي ثلاثة أنواع هي<sup>1</sup>:

ب- التحليل النسبي الأفقي: يتضمن حساب نسبة أرقام معينة على أرقام مدة سابقة لها، ولذلك يطلق عليه التحليل التاريخي، والغرض من ذلك هو متابعة تطور فقرات كل من ميزانية السنة المالية وحساب النتائج، وتحسب المدة (السنة) المالية السابقة على أنها تساوي 100% ثم تحسب فقرات المدة اللاحقة على أساسها

ت- التحليل المستند إلى الرقم القياسي: يتطلب في هذا النوع من التحليل اختيار سنة مالية معينة كسنة أساس، لأجل حساب أرقام فقرات السنوات اللاحقة قياساً بها، وعليه يمكن متابعة التطور النسبي للفقرات تلك انطلاقاً من أرقام سنة واحدة، والهدف من المقارنة معرفة أي الفقرات كان تطورها أسرع من غيرها، لتأتي بعدها عملية البحث عن الأسباب الكامنة وراء ذلك، وعلاقة كل تطور في فقرة معينة بالتطورات في أرقام الفقرات الأخرى، ويمكن ربط حركة التطورات في القوائم المالية لتكوين صورة موحدة عن تطور الوضع المالي وحساب النتيجة بهدف اتخاذ الإجراءات التصحيحية المطلوبة من قبل إدارة المنظمة

ث- نسب التغيير عبر الزمن: يمكن - سواء كان التحليل التاريخي نسبياً أو مستنداً إلى الرقم القياسي - حساب نسب التغيير الارتفاع أو الانخفاض في فقرات الكشف (ميزانية السنة المالية أو حساب النتائج)، وذلك بطرح 100% منها، مع المحافظة على الإشارة الجبرية، بغرض الدلالة على توجه الحركة نحو الزيادة أو الانخفاض، وفي حالة تعدد المدد المشمولة بالتحليل لأكثر من سنتين، فإنه يمكن إضافة حساب آخر، يتضمن تقسيم نسب التغيير بعدد السنوات اللاحقة، لاستخراج متوسط نسبة الحركة عبر الزمن، مثلاً لو كانت نسبة نمو الاحتياطات الأولية بين سنتي 2006 و 2009 حوالي 18 ، فإن عدد سنين التحليل هي ثلاثة وبالتالي تقسم نسبة 18% ليكون معدل النمو 6%.

وبالرغم من أهمية التحليل الأفقي إلا أن هناك بعض المحددات التي يجب الانتباه إليها للتقليل من فرص الوقوع في استنتاجات خاطئة أبرزها ما يلي<sup>2</sup>:

- عدم ملائمة المعايير المستخدمة: كأن تكون سنة الأساس المستخدمة كمعيار تتميز بأرباح منخفضة جداً أو مرتفعة جداً
- استخدام الأرقام المطلقة للمتغيرات المحاسبية قد يؤدي إلى نتائج مضللة لا تتلاءم مع البعد الاقتصادي للتغيير في هذا المتغير
- استخدام نسبة التغيير قد يؤدي إلى اظهار قيم متطرفة إذا كانت سنة الأساس قيمة منخفضة جداً أو مرتفعة جداً

<sup>1</sup> مروى بلدي، استخدام أدوات التحليل المالي في تقييم أداء البنوك التجارية دراسة عينة من البنوك التجارية، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الابراهيمي برج بوعريج، 2024، ص ص 41-42.

<sup>2</sup> شعشوع احمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 47-48.

- القيمة السالبة في سنة الأساس تؤدي إلى نسبة تغير مضللة لا تتناسب مع واقع التغير ،
- عدم احتساب التغيرات بين عناصر مختلفة في طبيعتها، بل يجب أن تتم بين عناصر ذات طبيعة واحدة.
- تقديم تفسيرات للتغيرات الحاصلة على أن تكون مختصرة وواضحة.

### ج- التحليل العمودي

ويسمى أيضا بالتحليل العمودي ويقصد بهذا النوع من التحليل تقييم أداء المؤسسة من خلال إيجاد العلاقة بين فقرات أو بنود جانب واحد فقط من الميزانية أو جدول حساب النتائج، أي إيجاد الأهمية النسبية لكل مكون أو بند في مجموعة رئيسية من مكونات الميزانية أو جدول حساب النتائج، وعادة ما تتم المقارنة بين أرقام حدثت في نفس الفترة المالية استبعادا لأثر التغيرات المفاجئة<sup>1</sup>.

إن هذا الأسلوب يهتم بمقارنة الجزئيات بعضها ببعض وبمقارنة كل مجموعة جزئية بالكل، حيث تعتبر القائمة المالية الواحدة لسنة معينة هي الأساس في تحديد النسبة المئوية لعناصر القائمة المالية ذاتها، ويمكن من خلالها التوصل إلى النتائج التي ترشد المحلل المالي وتساعد في تكوين رأيه الخاص، إذا ما قورنت المؤسسة بمؤسسة مماثلة تعمل بنفس النشاط وبنفس التاريخ، أو إذا ما قورنت المؤسسة بنفسها في سنتين أخرى، إن هذا الأسلوب ازدادت أهميته بعد أن أصبح وسيلة لقياس خسارة المعلومات المترتبة على دمج مفردات التقارير المالية المنشورة

كذلك فإن أهمية هذا الأسلوب تزداد وتتضح عند وجود قوائم مالية لسنتين متعددة، وبالتالي فإن التحليل المالي يعتبر - في هذه الحالة وسيلة لتقييم الأهمية النسبية للعنصر أو المجموعة على مدار فترات محاسبية متتالية، وبالتالي تقييم الاتجاه العام لهذه الأهمية النسبية. فإذا ما قورنت قوائم مالية مقارنة لسنتين متعددة فإن تحليلها وفق أسلوب التحليل الرأسي يعتبر كل قائمة مالية عن سنة معينة وحدة قائمة بذاتها، إن تحليلها المالي هذا يوضح اتجاه النسبة المالية للعنصر لعدد معين من السنين، بعبارة أخرى : ما يحدث لهذه النسبية من تطور من عام إلى آخر، ومن هذا المنطلق فإن سمة الجمود التي يتصف بها التحليل الرأسي تقل بتحليل قوائم مالية لسنتين متعددة بالإضافة إلى اللجوء إلى الأسلوب الآخر وهو التحليل الأفقي جنبا إلى جنب مع التحليل الرأسي<sup>2</sup>.

يساعد التحليل المالي الرأسي إلى تقديم جملة من المزايا للمحلل المالي ولإدارة المنشأة منها<sup>3</sup>:

- تركيزه على المدة المالية موضع البحث
- دراسة التبدل في الأهمية النسبية لكل فقرة إلى المجموع المنسوب له

<sup>1</sup> باصور رضوان ، مرجع سبق ذكره، ص15.

<sup>2</sup> مروى بلدي، مرجع سبق ذكره، ص43.

<sup>3</sup> شعشوع احمد، مرجع سبق ذكره، ص ص50-51.

- في حالة التحليل الرأسي لعدة سنوات، يمكن ملاحظة تبدل الأهمية النسبية عبر الزمن ودراسة عمليات وأثار هذا التبدل، مع بيان فيما إذا كانت التغيرات كبيرة أو صغيرة
- كما يمكن مقارنة نتائج التحليل الرأسي للمنشأة ما، مع منشأة مقارنة في الاختصاص أو لمعدل أداء القطاع الذي تعمل فيه المنشأة

### 3. النسب المالية

على الرغم من كون النسب المالية أسلوباً تقليدياً في التحليل المالي إلا أن لها مكانة كبيرة فيما يخص تقييم الأداء والتنبؤ بوضع المؤسسة ومن ثم اتخاذ قرارات لتفادي تعثرها.

حيث يمكن تعريف التحليل المالي بالنسب بأنه علاقة بين رقمين وناتج هذه العلاقة لا قيمة له إلا إذا قورن بنسبة أخرى مماثلة، كما تسمى بالنسب المرجعية ويمكن تقييم الموقف على ضوء عملية المقارنة". كما يمكن تعريفه بأنه: " التحليل الذي يعكس الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام نسب، وتمثل هذه النسب العلاقة بين قيمتين هامتين في الهيكل المالي للمؤسسة في الأجل القريب، وتكون المقارنة عادة في شكل مقارنة داخلية لنتائج المؤسسة أو تغيراتها خلال أزمنة الفترات السابقة)، أو خارجية مع عدة مؤسسات أخرى مشابهة، وهناك عدد كبير من النسب الممكنة الاستخدام لذلك يمكن الاقتصار على الأهم منها، ومقارنة النسبة مع نسبة نموذجية، ومن جهة أخرى لا يمكن الحكم على نسبة منفصلة عن النسب الأخرى"<sup>1</sup>.

كما تعتبر النسب المالية من الوسائل المهمة للإدارة في مجال التنبؤ بمستقبل المؤسسات، و إتخاذ القرارات الرشيدة، وقياس أثر تطبيق الإستراتيجيات و تنفيذ سياسات المؤسسة، و يمكن القول بأن هذه النسب المالية ليست هدفاً في حد ذاته ولكنها عبارة عن مؤشر يسترشد به المحلل المالي للوصول إلى هدفه<sup>2</sup>.

وحتى تحقق النسب المالية الأهداف المرجوة منها للمحلل المالي فلا بد أن تتوفر بها مجموعة من

الشروط أهمها<sup>3</sup>:

- ضرورة وجود علاقة وثيقة بين عناصر النسبة لكي تكون معبرة ولها مدلول منطقي
- عدم الاعتماد على نسبة واحدة في التحليل واستخلاص النتائج؛
- يجب أن تكون هناك ارتباط واضح بين الهدف من التحليل المالي، وبين النسبة المالية؛
- إن التطور المعاصر في مجال استخدام النسب المالية يتمثل في ضرورة انتقاء عدد من النسب التي تتميز بخصيتين أساسيتين هما : القدرة التنبؤية للنسبة المستخدمة، وكذلك قدرة النسبة على الاحتفاظ بالحد الأقصى من المعلومات التي تتوفر في العديد من النسب الأخرى، بحيث يمكن الاستعاضة بنسبة واحدة عن عدة نسب؛

<sup>1</sup> مروى بلدي، مرجع سبق ذكره، ص 44.

<sup>2</sup> أيمن فريد، مرجع سبق ذكره، ص 33.

<sup>3</sup> شعشوع احمد، مرجع سبق ذكره، ص 51.52.

وعند القيام بالتحليل المالي باستخدام النسب المالية، يجب على المحلل المالي الاختيار بين الأنواع التالية من التحليل عند المقارنة بين النسب المالية<sup>1</sup>:

- أ- يستخدم التحليل المقارن عند مقارنة النسب المالية لمجموعة من الشركات خلال فترة أو وقت محدد فترة واحدة سنة أو شهر مثلاً). وذلك بمقارنة النسب المالية لشركة ما مع النسب المالية للشركات الأخرى في نفس القطاع بهدف تقييم أداءها ومقارنته مع المنافسين الرئيسيين ومن ثم تحديد مواطن القوة والضعف لديها. كما يمكن مقارنة هذه النسب مع المعيار الصناعي، وذلك عن طريق مقارنة مجموعة من النسب المالية للشركة مع المعيار الصناعي والذي من شأنه أن يكشف عن أية الانحرافات، لذلك فمن المهم جداً التحقق من هذه الانحرافات الموجبة أو السالبة عن المعيار الصناعي ومحاولة معالجتها.
- ب- بينما يستخدم تحليل السلاسل الزمنية في مقارنة النسب المالية لشركة واحدة خلال عدد من الفترات (سنوات أو أشهر مثلاً) وذلك بهدف تقييم أداءها خلال هذه الفترات ومحاولة معرفة التحسن في الأداء أو التطور الذي وصلت إليه الشركة خلال هذه الفترات، وكذلك يساعد هذا النوع من التحليل على التعرف على مدى تحقيق الشركات لأهدافها حسب الخطط الموضوعية مسبقاً، كما يمكن أيضاً استخدامه في التنبؤ بالأداء في المستقبل.
- ت- ويمكن دمج التحليل المقارن مع تحليل السلاسل الزمنية وينتج ما يُعرف بـ (Panel Data Analysis)، وذلك عن طريق مقارنة النسب المالية لشركة ما مع مجموعة من الشركات خلال مجموعة من الفترات. كما توجد بعض نقاط القصور في النسب المالية والتي يمكن أن تفقد هذه النسب قوتها في التحليل وهي<sup>2</sup>:
  - إن النسب المالية تعتمد على مدى سلامة الأرقام الواردة في القوائم المالية والتقارير المالية
  - صعوبة تحديد الأسس التي يتم عليها مقارنة النسب المالية؛
  - اختلاف التعريفات الخاصة ببنود الميزانية العمومية وقائمة الدخل من مؤسسة لأخرى مما يجعل تفسيرات النسب المالية في كثير من الحالات غير واضحة؛
  - إن النسب المالية تحسب من بيانات مالية سابقة مما يجعلها ليست ذات دلالة في المستقبل؛
  - إن إعداد القوائم المالية يتم على أساس القيمة التاريخية للأصول وهذا الأساس يكون في التحليل مضللاً في كثير من الحالات؛
  - تعبر قائمة المركز المالي عن الأرصدة النقدية في تاريخ معين بينما الحركة النقدية تتسم بالحركة لا السكون؛

<sup>1</sup> عبد لافتاح العربي وعصام ميلاد، النسب المالية كأداة لتقييم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي دراسة تطبيقية على الشركة الليبية الترويجية للأسمدة خلال الفترة 2013-2017، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد 05، العدد 01، جامعة ليبيا، 2020، ص 146.

<sup>2</sup> مروى بلدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 46-47.

- هناك عوامل أخرى غير ملموسة تؤثر على الحالة المالية مثل كفاءة الإدارة والمشاكل الفنية والتسويقية التي لا تظهرها القوائم المالية.

### المطلب الثالث: التحليل باستخدام التدفقات النقدية

تعد قائمة التدفقات النقدية الأداة التحليلية الأكثر واقعية في تقييم الأداء المالي، كونها تتجاوز القيود التي تفرضها المحاسبة وفق مبدأ الاستحقاق، والبنود غير النقدية التي قد تعطي صورة مضللة عن السيولة. فإذا كانت قائمة الدخل تعكس "الربحية المحاسبية"، فإن التحليل باستخدام التدفقات النقدية يكشف عن "القدرة المالية الفعلية" للمؤسسة على توليد النقد لمواجهة التزاماتها واحتياجاتها التوسعية.

يستند التحليل في هذا المطلب إلى معالجة البيانات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية، الاستثمارية، والتمويلية، بهدف استخراج مؤشرات ونسب مالية ديناميكية. وتكمن الغاية الأساسية هنا في التحقق من مدى كفاءة المؤسسة (محل الدراسة) في تحويل أرباحها النظرية إلى تدفقات نقدية سائلة، وقياس مدى مساهمة هذه التدفقات في تعزيز الصحة المالية والحد من المخاطر المرتبطة بالتعثر أو العجز النقدي.

تشكل نسب التدفقات النقدية أسلوباً مهماً من أساليب تحليل التدفقات النقدية وتقييم الأداء في المؤسسات المختلفة، ويلاحظ أن تطور هذه النسب واستخداماتها كان بطيئاً مقارنة بالنسب المالية التقليدية المرتبطة بقوائم الدخل والوضع المالي حيث يعود ذلك إلى التأخير في اعتبار قائمة التدفقات النقدية قائمة أساسية، ومطالبة المؤسسات وإلزامها بإصدار هذه القائمة إلى جانب القوائم الأخرى، وتكتسب نسب التدفقات النقدية أهميتها من أهمية قائمة التدفقات النقدية حيث تضم هذه القائمة معلومات عن التدفق النقدي وهي المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها بشكل أفضل من المعلومات الساكنة التي تتضمنها القوائم التقليدية وخاصة فيما يتعلق بمجالات الحكم على سيولة واستمرارية المؤسسات<sup>1</sup>.

وتمثل قائمة التدفقات النقدية إضافة هامة إلى القوائم المالية الإلزامية وذلك بما تحتويه من إفصاحات عن الأنشطة الرئيسية للمنشأة المتمثلة في الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، وبما تقدمه من بيانات شاملة عن وضع السيولة النقدية لدى المنشأة، وتقييم قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها، ومدى مرونتها المالية ومقدار ما لديها من نقدية حرة تمكنها من التوسع و سداد القروض علماً بأن هذه الجوانب تهم متعاملي الكيانات الاقتصادية بما في ذلك المساهمين والمالكين والمستثمرون ... حتى يتمكنوا من اخذ .. القرارات المالية والاستثمارية والتمويلية الجيدة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> زواويد لزهاري، قياس أثر التغيرات في التدفقات النقدية على مستوى الأداء المالي في مؤسسات قطاع الصناعة دراسة حالة لبعض المؤسسات الجزائرية خلال الفترة 2011-2015، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، 2018، ص50.

<sup>2</sup> لقم عبد الكريم بوجلال، مدى مساهمة التدفق النقدي في تحسين الأداء المالي دراسة حالة شركة ذات الاسهم SPA المجمع صيدال، *Revue algérienne d'économie et gestion*، المجلد 19، العدد 02، جامعة معسكر الجزائر، 2025، ص76.

## 01. مفهوم التدفقات النقدية ومكوناتها:

## أ- مفهوم قائمة التدفقات النقدية

تعرف قائمة التدفقات النقدية بأنها " قائمة تعرض المتحصلات النقدية (المقبوضات)، والمدفوعات النقدية (المدفوعات) وصافي التغير في النقدية في ثلاثة أنشطة هي أنشطة التشغيل، أنشطة الاستثمار، وأنشطة التمويل للمنشأة الاقتصادية خلال فترة زمنية محددة تؤدي إلى تبيان رصيد النقدية في أول الفترة وآخر الفترة

وتظهر القائمة حركة التدفقات النقدية فقط ولا تظهر فيها المعاملات التي لا تنتج عنها تدفقات نقدية، ويعرف التدفق النقدي كزيادة أو نقص في النقدية أو في البنود شبه النقدية، وتبين هذه القائمة الأموال ومصادر استخدامها بالنقدية والنقدية المعادلة وأسباب التغير الحادث لهذه النقدية وتفسيرها على مدار الفترة المحاسبية<sup>1</sup>.

تعرف قائمة التدفقات النقدية على أنها " تلك الأداة الدقيقة المستخدمة للحكم على فعالية تسيير الموارد المالية واستخداماتها، وذلك اعتمادا على عنصر الخزينة الذي يعد المعيار الأكثر موضوعية في الحكم على تسيير مالية المؤسسة. وتعتبر القائمة أداة مهمة في يد متخذي القرارات على مستوى قمة الإدارة العليا، تتخذ على ضوءه مجموعة من القرارات الهامة كتغيير النشاط أو توسيعه، أو الانسحاب منه أو النمو وغيرها<sup>2</sup>. يمكن استخلاص تعريف شامل: " قائمة التدفقات النقدية عبارة عن قائمة يتم تبيان فيها مصادر الأموال من أين جاءت الأموال (؟) من جهة، وفيما تم إنفاقها أين استخدمت الأموال التي تم الحصول عليها من جهة أخرى، خلال مدة زمنية محددة عادة ما تكون سنة واحدة، وأصبحت إلزامية على المؤسسات إعدادها إلى جانب الميزانية وجدول حساب النتائج، بحيث تظهر فيه العمليات التي تمت فعليا سواء تخص السنة محل إعداد القائمة أو السنوات الماضية، وهي بمثابة لوحة قيادة بيد الإدارة المالية تسمح لها بمعرفة الوضع النقدي للخزينة في فترة محددة، وتمتد المستثمرين الحاليين أو المحتملين وكذلك الدائنين بمعلومات تسمح لهم باتخاذ قراراتهم سواء من خلال استثمار أموالهم في صورة أسهم أو قروض.

## ب- مكونات قائمة التدفقات النقدية:

تتكون قائمة تدفقات الخزينة من الأنشطة التشغيلية، الأنشطة الاستثمارية، الأنشطة التمويلية.

<sup>1</sup> حسين يحي، تحليل الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام قائمة التدفقات النقدية دراسة تطبيقية لمؤسسة سونطراك، مجلة المالية والأسواق، المجلد 08، العدد 02، جامعة ابن خلدون تيارت، 2021، ص 366.

<sup>2</sup> أبركان محمد، أهمية تحليل التدفقات النقدية ودورها في التنبؤ بالتعثر المالي للمؤسسات دراسة عينة من المؤسسات الناشطة في قطاع البناء والأشغال العمومية خلال الفترة 2014-2017، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد اكلي أولحاج، البويرة، الجزائر، 2020، ص 23.

- الأنشطة التشغيلية: وتتمثل في الآثار النقدية للمعاملات والأحداث الأخرى التي تدخل ضمن صافي الدخل.<sup>1</sup> وتنقسم إلى قسمين:
  - المتحصلات من بيع السلع والخدمات أو من تحصيل الحسابات المدينة الخاصة بالعملاء ( مدينون وأوراق قبض)، وكذلك المتحصلات من عوائد الاستثمار في الأوراق المالية، أو أي نشاط لا يدخل ضمن النشاط الاستثماري أو التمويل؛
  - المدفوعات مقابل تكلفة البضاعة المباعة والخدمات المقدمة للعملاء وكذلك مقابل سداد الحسابات الدائنة الخاصة بالموردين (دائنون وأوراق دفع)، وكذلك المدفوعات عن فوائد القروض وسداد الضرائب.
  - الأنشطة الاستثمارية: وتتمثل في الأنشطة التي تتعلق باقتناء أو استبدال أو بيع الموجودات غير المتداولة. وتنقسم إلى:<sup>2</sup>
  - المتحصلات من بيع الاستثمارات في الأوراق المالية أو من بيع أصول ثابتة أو أي أصول أخرى باستثناء المخزون السلعي؛
  - المدفوعات مقابل زيادة الاستثمارات في الأوراق المالية أو شراء أصول ثابتة أو أي أصول أخرى بغرض الاقتناء لتسهيل نشاط المؤسسة وليس بغرض إعادة البيع.
  - الأنشطة التمويلية: وتضم:<sup>3</sup>
  - المتحصلات من إصدار الأسهم أو المستندات أو أي مصدر تمويلي آخر؛
  - المدفوعات في شكل توزيعات الأرباح أو إرجاع جزء من حقوق الملكية لأصحابها أو سداد القروض طويلة الأجل.
- إضافة إلى الآثار النقدية للأنشطة الثلاثة السابقة يلزم أيضا الإفصاح عن العمليات غير النقدية بصورة منفصلة في جداول مستقلة، إذ أن لتلك العمليات آثار نقدية مستقبلية مثل: تحويل بعض القروض والسندات إلى أموال خاصة أو الحصول على بعض الأصول مقابل التزامات طويلة الأجل أو شراء التأجير لبعض الأصول.

<sup>1</sup> منير شاكور محمد، التحليل المالي - مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص 144.

<sup>2</sup> رضوان حلوة حنان، تطور الفكر المحاسبي مدخل نظرية المحاسبة، ط1، الدار العلمية الدولية ل نشر والتوزيع ودار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 347.

<sup>3</sup> رضوان حلوة حنان، المرجع نفسه، ص 348.

## 02. أهمية تحليل قائمة التدفقات النقدية:

تكمن أهمية التدفقات النقدية في الآتي<sup>1</sup>:

- تقييم قدرة المنشأة على خلق تدفقات نقدية موجبة مستقبلية.
- التحليل التاريخي للأوضاع المالية للمنشأة مما يساعد في بيان نقاط القوة والضعف للمنشأة.
- توفر قائمة التدفقات النقدية بيانات ومعلومات عن الأصول والخصوم وحقوق الملكية.
- تساعد قائمة التدفقات النقدية في تقييم المرونة المالية فالمرونة المالية تعكس مقدرة الشركة على اتخاذ قرارات فعالة لتعديل توقيت ومبالغ التدفقات النقدية حتى تتمكن من الاستجابة للظروف والأمور غير المتوقعة.
- إمكانية التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية وبالتالي إمكانية مواجهة مخاطر الإفلاس.
- إعطاء مستخدمي القوائم المالية صورة كاملة عن سياسات الشركة المتبعة في تمويل عملياتها، كذلك بيان الحد الأقصى للتمويل بالاقراض، إذا تجاوزته الشركة تواجه إعساراً مالياً في أغلب الأحوال.
- توفير المعلومات التي تشتد الحاجة إليها حول السيولة والملاءة المالية للشركة وتكون بمثابة مساعد مهم لتقييم جودة الأرباح.
- كما تساعد القائمة على تحديد المرحلة التي تمر بها الشركة من دورة حياتها، هل في مرحلة البداية أم النمو أم الاستقرار أم الانحدار والتراجع، فظهور صافي تدفقات نقدية سالبة بقيمة كبيرة يوضح أن الشركة في مرحلة توسع أو على الأقل إحلال وتجديد أما ظهور صافي تدفقات نقدية موجبة كبيرة يدل أن الشركة في مرحلة انكماش حيث قامت ببيع جزء كبير من الأصول أو الاستثمارات لتغطية عجز السيولة أو لسداد الالتزامات.

كما يوجد أهمية أخرى لتحليل هذه القائمة في كونها أداة استراتيجية لتقييم السيولة والصحة المالية للمؤسسات. ويمكن استخلاص الأهمية بالتفصيل من خلال النقاط التالية<sup>2</sup>:

- أ- تقييم السيولة والقدرة على الوفاء بالالتزامات
- كشف السيولة الحقيقية: توفر القائمة صورة أوضح لقدرة المؤسسة على توليد النقد والوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل مقارنة بقائمة الدخل التي تركز على الربحية المحاسبية.

<sup>1</sup> شيماء يوسف صبري ونجلاء ابراهيم عبد الرحمن، أثر التدفقات النقدية على الأداء المالي للشركات دراسة تحليلية على قطاع الاتصالات السعودي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد 04، العدد 13، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، نوفمبر 2020، ص 47-48.

<sup>2</sup> Zoheir BERKEM, Cash Flow Statement Analysis as a Tool for Assessing Liquidity and Financial

Health: Evidence from El-Aurassi Hotel (2014–2023), Journal of Economic and Financial Studies, Volume: 18 / December 2025, p27.

- مراقبة الملاءة المالية: تساعد في تتبع التدفقات النقدية التشغيلية التي تعد المحرك الأساسي للملاءة، حيث أظهرت الدراسة أن تحسن هذه التدفقات يرتبط طرديا بتحسن "نسبة السيولة السريعة".

- التنبؤ بالفجوات النقدية: تمكن الإدارة من توقع فترات العجز النقدي واتخاذ تدابير استباقية لضمان استمرارية العمليات اليومية.

#### ب- تقييم الكفاءة التشغيلية والمالية

- قياس كفاءة الإدارة: يعكس تحليل التدفقات النقدية التشغيلية مدى نجاح الإدارة في تحويل المبيعات إلى نقد فعلي وتغطية المصاريف المباشرة مثل الرواتب والموردين.

- تحليل هيكل التمويل: تكشف القائمة عن مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي (الديون) مقابل التمويل الذاتي، حيث أظهرت نتائج الدراسة أن زيادة التدفقات التشغيلية تساهم في تقليل الاعتماد على الديون (نسبة الدين إلى الملكية).

- تقييم سياسات الاستثمار: تساعد في معرفة مدى كفاءة تخصيص رأس المال في الأصول الثابتة ومدى العائد النقدي المحقق منها.

#### ت- أداة للتنبؤ بالأزمات المالية واستدامة النمو

- مؤشر للتعثر المالي: تعتبر التدفقات النقدية التشغيلية السالبة أو المتذبذبة إنذارا مبكرا لاحتمالات الإفلاس أو الضيق المالي، حتى وإن كانت المؤسسة تحقق أرباحا ورقية.

- دعم قرارات التوسع: توضح القائمة الفائض النقدي المتاح لإعادة الاستثمار في مشروعات التوسع والابتكار دون المساس باستقرار المؤسسة.

- تعزيز ثقة أصحاب المصلحة: تزيد من الشفافية المالية أمام المستثمرين والدائنين من خلال إظهار قدرة المؤسسة على سداد الفوائد وتوزيع الأرباح.

#### ث- التمييز عن المؤشرات التقليدية

تتجاوز القائمة عيوب المؤشرات المحاسبية الساكنة، فهي تستبعد البنود غير النقدية (مثل الإهلاك) لتظهر الحركة الفعلية للأموال، مما يوفر رؤية ديناميكية للأداء المالي، خاصة في القطاعات الموسمية كالفندقة.

#### 03. نسب تحليل التدفقات النقدية

تعتبر المؤشرات المالية المستمدة من قائمة التدفقات النقدية أدوات تحليلية جوهرية لتقييم جودة الأرباح والملاءة المالية للمنشأة، حيث توفر رؤية نقدية واقعية تتجاوز القيود المحاسبية القائمة على أساس الاستحقاق. ويستعرض الجدول التالي تصنيفا منهجيا لأبرز هذه المعادلات، موزعة وفقا لأغراضها التحليلية، بدءا من نسب السيولة والقدرة على سداد الالتزامات، وصولا إلى مقاييس كفاءة الإنفاق الرأسمالي والتدفق النقدي الحر، مما يساهم في تمكين متخذي القرار من تقييم الاستدامة التشغيلية والمرونة المالية للمنظمة بدقة وموضوعية.

## الجدول رقم (01-01) يوضح معادلات ونسب تحليل التدفقات النقدية

فئة المؤشر	اسم المؤشر	المعادلة الرياضية
نسب السيولة والملاءة المالية	معامل تغطية الالتزامات قصيرة الأجل	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ÷ متوسط الالتزامات قصيرة الأجل
	معامل تغطية إجمالي الالتزامات	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ÷ إجمالي الالتزامات
	نسبة تغطية الفوائد نقدياً	(صافي التدفقات النقدية التشغيلية + الفوائد المدفوعة + الضرائب المدفوعة) ÷ الفوائد المدفوعة
	نسبة تغطية توزيعات الأرباح نقدياً	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ÷ توزيعات الأرباح المدفوعة
مؤشرات جودة الأرباح	نسبة جودة الإيرادات	التدفقات النقدية الداخلة من المبيعات ÷ إيرادات المبيعات
	نسبة جودة الأرباح	الربح التشغيلي ÷ صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية
مؤشرات الإنفاق الرأسمالي	نسبة التكاليف الرأسمالية	صافي التدفقات النقدية التشغيلية ÷ التدفقات النقدية الخارجة للنفقات الرأسمالية
	نسبة التدفقات الاستثمارية إلى إجمالي التدفقات الخارجة	التدفقات النقدية الاستثمارية الخارجة ÷ إجمالي التدفقات النقدية الخارجة
	العلاقة بين الأنشطة الاستثمارية والتمويلية	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية ÷ صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية
مؤشرات عائد التدفق النقدي	التدفق النقدي للسهم الواحد	(صافي التدفق النقدي التشغيلي - توزيعات أرباح الأسهم الممتازة) ÷ متوسط عدد الأسهم العادية
	العائد النقدي على الأصول	صافي التدفقات النقدية التشغيلية قبل الفوائد والضرائب ÷ إجمالي الأصول
التدفق النقدي الحر	العائد النقدي على حقوق الملكية	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ÷ حقوق الملكية (رأس المال)
	التدفق النقدي الحر	صافي التدفقات النقدية التشغيلية - توزيعات الأرباح - صافي الاستثمارات في الأصول الثابتة

المصدر من أعداد الطالبة بالاعتماد على: Milos Pavlovic, Methodology of cash flows analysis, Journal article, Ekonomski signali, 16(01), 2021.

تُظهر المؤشرات الواردة في الجدول رقم (01-01) أن تحليل التدفقات النقدية لا يقتصر على مراقبة الحركة النقدية فحسب، بل يمتد ليكون أداة استراتيجية لتقييم الكفاءة التشغيلية والمالية للمؤسسة. فمن خلال الربط بين التدفقات النقدية والالتزامات والنفقات الرأسمالية، يمكن للمحلل استشراف قدرة المنشأة على توليد السيولة الذاتية لتمويل توسعاتها وسداد ديونها دون الاعتماد المفرط على المصادر الخارجية. وبذلك، يمثل هذا التحليل المنهجي ركيزة أساسية لتفسير الفجوة بين الأرباح المحاسبية والتدفقات الفعلية، مما يعزز من موثوقية القرارات الاستثمارية والائتمانية

## 04. مؤشرات التدفقات النقدية

هي مؤشرات يمكن من خلالها تفسير السياسات المالية للمؤسسة ونجد من بينها:

أ- مؤشرات جودة الربحية<sup>1</sup>:

إن الاهتمام التي تحضها به نسب الربحية من قبل المستثمرين والإدارة والمقرضين، ذلك راجع لتطلعات المستثمرين إلى الفرص المربحة لاستثمار أموالهم فيها، لتطلعات الإدارة التي تسعى لنجاح سياساتها التشغيلية وعليه يشعر المقرضون بالأمان عند إقراض أموالهم للشركات التي تحقق أرباح وعندها القدرة على دفع التزاماتها وفوائد ديونها، وتحسب هذه النسب بالعلاقات التالية:

نسبة التدفق النقدي التشغيلي للمبيعات = صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية / المبيعات

نسبة النقدية من النشاط التشغيلي = صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية / النتيجة الصافية

العائد على الأصول من التدفق النقدي التشغيلي = صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية / مجموع الأصول

كما تشير الزيادة في النسب الأولى والثانية إلى كفاءة الإدارة ونجاح سياساتها في تعزيز التدفقات النقدية من المبيعات وتحقيق الأرباح، مما يساهم في تحسين التدفقات النقدية التشغيلية من حيث المبيعات والتحصيل وسياسات الائتمان. تشير النسبة الثالثة إلى تأثير إجمالي الأصول على استمرار وإنشاء التدفق النقدي التشغيلي للشركات.

## ب- مؤشرات تقييم السيولة:

ومن أهم النسب التي يمكن اشتقاقها من جدول التدفقات النقدية للخرينة واستعمالها لتقييم سيولة المؤسسة ما يلي<sup>2</sup>:

- نسبة تغطية النقدية: وتحسب وفق العلاقة التالية.

= صافي التدفقات النقدية من النشاط التشغيلي / إجمالي التدفقات النقدية الخارجة للأنشطة الاستثمارية والتمويلية.

ومن الأمثلة على التدفقات النقدية الخارجة للأنشطة التمويلية والاستثمارية ما يلي: الديون والقروض المستحقة الدفع الدفعات الإيجارية لعقود الإيجار الرأسمالية، المبالغ المدفوعة في شراء الأصول الثابتة، توزيعات الأرباح.

<sup>1</sup> عباس ديدة، دور قائمة التدفقات النقدية في تفسير السياسات المالية للشركات دراسة تطبيقية لشركة بيوفارم، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 08، العدد 01، المركز الجامعي مرسلني عبد الله تيبازة الجزائر، جوان 2025، ص 690.

<sup>2</sup> هلايلي اسلام وأحمد فايد نور الدين، دور قائمة التدفقات النقدية للخرينة كإحدى مخرجات نظام المعلومات المحاسبية في تطوير الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة التسيير السياحي بسكرة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 14، العدد 02، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2020، ص 231.

وتشير هذه النسبة ما إذا كانت المؤسسة تنتج نقدية بما فيه الكفاية لمواجهة التزاماتها ومدى الحاجة إلى التمويل عن طريق الاقتراض أو بواسطة أدوات الملكية.

- نسبة كفاية التدفق النقدي وتحسب وفق العلاقة التالية.

= صافي التدفق النقدي من النشاط التشغيلي / الالتزامات المتداولة.

توضح هذه النسبة قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها المتداولة من خلال التدفقات النقدية الناتجة من الأنشطة التشغيلية.

- نسبة التدفق النقدي الحر وتحسب وفق العلاقة التالية.

= صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية - ( الإنفاق الرأس مالي + توزيعات الأرباح )

ح- الإنفاق الرأس مالي = المسحوبات عن اقتناء تقييدات عينية أو معنوية + المسحوبات عن اقتناء تقييدات مالية.

خ- توزيعات الأرباح = الحصص وغيرها من التوزيعات التي تم القيام بها.

حيث أن هذا المقياس يبين مدى المرونة المالية وقدرة المؤسسة على سداد التوزيعات وشراء الاستثمارات دون الرجوع إلى مصادر خارجية.

#### المطلب الرابع: القيمة السوقية للمؤسسة

تمثل القيمة السوقية الجانب الأكثر اهتماما في المؤسسات لكونها أساس النمو والتطور، حيث نجد أن المؤسسات تعمل على تعظيم ثروتها من خلال تعظيم القيمة السوقية للأسهم في السوق المالي مما يؤثر ايجابيا على المؤسسة وكل الأطراف ذات العلاقة.

#### 1. مفهوم القيمة السوقية

- القيمة السوقية هي قيمة الأصل في السوق أي تقدير السوق للأصل فالقيمة السوقية للسهم مثلا تحدد على أساس تقييم المستثمرين للأرباح المتوقعة في المستقبل، وبالتالي فإن القيمة السوقية تأخذ في الحسبان القيمة الاقتصادية للمؤسسة، وقيمة الأصل في السوق يتحدد في ضوء العرض والطلب<sup>1</sup>.
- تمثل القيمة السوقية سعر بيع السهم بالسوق، وهذا السعر يتحدد بقوى العرض والطلب على هذا السهم وتعكس مستويات العرض و الطلب إختلاف توقعات البائعين و المشترين في المستقبل، ومن أهم العوامل المؤثرة في سعر السهم بالسوق الظروف الاقتصادية المتوقعة سواء على المستوى الوطني أو على

<sup>1</sup> بنية محمد، القرارات المالية وفعاليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010-2015، اطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس المدينة، 2017، ص116.

مستوى الصناعة بالإضافة إلى توقعات المستثمرين بشأن ربحية الشركة في المستقبل، وتتأثر تلك الربحية بالأسعار المتوقعة لمنتجات الشركة<sup>1</sup>.

■ كما تعرف القيمة السوقية بأنها : المبلغ المقدر الذي يتم به تبادل ممتلكات معينة في تاريخ التقييم بين المشتري المستعد والبائع المستعد في إطار صفقة بين أطراف مستقلة المصالح بعد التسويق الملائم ( لدى كل واحد منهما معلومات معقولة، والتي يكون الطرفان فيها قد تصرف بمعرفة وبدون إكراه على إتمام الصفقة<sup>2</sup>.

ونشير أن القيمة السوقية للمؤسسة هي القيمة النظرية للأسهم المصدرة في السوق للتداول أي بمعنى أوضح المبلغ الذي على المستثمر دفعه إذا أراد شراء كامل الأسهم في صفقة واحدة ولا بد من التفريق بين قيمة رأس المال وحقوق المساهمين في القائمة المالية للمؤسسة ورأس المال أو قيمة الأسهم المصدرة وبالتالي عدم المزج بين القيمة السوقية وقيمة المؤسسة.

## 2. العوامل المؤثرة في القيمة السوقية

هناك عدة عوامل تؤثر على القيمة السوقية لأسهم الشركات وتعطي انعكاساً واضحاً وملموساً للسهم وقيمتها المتداولة في السوق، وتمثل هذه العوامل في:

- القيمة الدفترية للسهم عادة لا تكون هناك علاقة ذات أهمية بين القيمة الدفترية للسهم وقيمتها السوقية، أي أن الزيادة في القيمة الدفترية للسهم مستقلة عن الزيادة في قيمتها السوقية بشكل يمكن الاعتماد عليه<sup>3</sup>.
- يتأثر سعر السهم في السوق بصورة كبيرة بالقيمة الدفترية له حيث أنه غالباً ما يكون هناك علاقة طردية بين قيمة السهم الدفترية وسعر السهم في السوق، أي أن الزيادة في القيمة الدفترية للسهم تنعكس على زيادة سعره السوقى والعكس صحيح<sup>4</sup>.
- توزيعات أرباح نهاية السنة للشركة تشير هذه التوزيعات إلى الأرباح التي حصلت عليها الشركة نتيجة لنجاح أنشطتها وأعمالها ، والتي يتقرر توزيعها والتي تؤثر تأثير إيجابي على الأسهم ، خاصة عندما يكون ذلك يتعلق بضعف نشاط الشركة وعدم تحقيق الأرباح مما يؤدي إلى التأثير السلبي على القيمة السوقية للسهم حيث تنخفض هذه القيمة نتيجة لذلك<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> عيش فطيمة وسالي رشيد، دراسة تحليلية لتطور حجم التداول والقيمة السوقية للأسهم في الاسواق المالية العربية خلال الفترة 2007-2016، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، المجلد 05، العدد10، جامعة المدية، 2018، ص44.

<sup>2</sup> بنية محمد، مرجع سبق ذكره، ص116.

<sup>3</sup> جهان غلوسي، أتراس المال الفكري على القيمة السوقية دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة ببورصة عمان خلال الفترة 2012-2019، مجلة المنتدى للدراسات والابحاث الاقتصادية، المجلد 07، العدد02، جامعة العربي التبسي تبسة الجزائر، 2023، ص374.

<sup>4</sup> عيش فطيمة وسالي رشيد، مرجع سبق ذكره، ص45.

<sup>5</sup> جهان غلوسي، مرجع سبق ذكره، ص374.

- سعر الفائدة: أن الإرتفاع في أسعار الفائدة من شأنه إن يخفض مستوى الإستهلاك في مختلف القطاعات الاقتصادية، وبالتالي يؤدي إلى الإنخفاض في الطلب إلى تخفيض حجم المبيعات والأرباح، وفي جو يسوده التشاؤم تزداد المصاعب المالية التي تواجه المنشآت وخاصة في مجال التمويل، فمع إستمرار الإرتفاع في أسعار الفائدة تزداد تكاليف الديون المترتبة على الشركات المقترضة، الأمر الذي يكون على حساب الأرباح الموزعة الحاملي الأسهم، مما سيكون له أثره السلبي على رغبة المستثمرين في شراء الأسهم ومن ثم إنخفاض أسعارها في السوق المالي<sup>1</sup>.
- الأوضاع الاقتصادية: وهي الحالة الاقتصادية العامة المتمثلة بحالة النشاط الاقتصادي والتي من بين مؤشرات الناتج والدخل القومي، حيث تُعزى إلى التوسع والانتعاش الاقتصادي المصحوب بالنمو في الاقتصاد والذي يؤدي إلى زيادة الطلب على السهم وزيادة قيمته في السوق نتيجة لذلك، في حين أن الركود والانكماش الاقتصادي يتضمن تقليص النشاطات الاقتصادية والتي يقود على انخفاض الطلب على السهم العادي وتنخفض قيمته في السوق بسبب ذلك<sup>2</sup>.
- الحركة العامة للسوق تتأثر أسعار الأسهم ارتفاعاً أو انخفاضاً بما تشهده البورصة من تقلبات في حجم الطلب والعرض من الأسهم، ومن المناورات التي يقوم بها المضاربون بهدف التأثير على الأسعار في البورصة، فكلما زادت التقلبات كلما زادت حدة التذبذبات في أسعار الأسهم وزادت المخاطر في السوق.
- كميات التداول ومن أهم العوامل اليومية التي تؤثر على أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً، ومن الواجب أن يتابع المستثمر متوسط كميات التداول لكل شركة قبل أن يقرر شراء أو بيع أسهم هذه الشركة. ويمكن الوصول إلى متوسط كميات التداول من خلال جمع كميات التداول خلال شهر وقسمتها على 30 لتحصل على متوسط التداول اليومي بيعاً أو شراءً<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عليش فطيمة وسالي رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 45.

<sup>2</sup> جيهان غلوسي، مرجع سبق ذكره، ص 374.

<sup>3</sup> عليش فطيمة وسالي رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 46.

## المبحث الثاني: عرض وتقييم الدراسات السابقة

يتناول هذا المبحث عرضاً لأهم الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين التدفقات النقدية والأرباح المحاسبية والقيمة السوقية، مع التركيز على دور قائمة التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي والتنبؤ بالمستقبل. وقد أظهرت هذه الدراسات تبايناً في نتائجها بين من يؤكد تفوق التدفقات النقدية كمؤشر أكثر مصداقية، ومن يرى أهمية الأرباح المحاسبية خاصة عند تحليل مكوناتها. ويهدف هذا العرض إلى إبراز أوجه الاتفاق والاختلاف بينها وتحديد الفجوة البحثية التي تسعى هذه الدراسة إلى معالجتها.

## المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة باللغة العربية

يتضمن هذا المطلب استعراضاً لأبرز الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة، والتي تناولت تحليل التدفقات النقدية وعلاقتها بالأداء المالي والقيمة السوقية للمؤسسات. ويهدف هذا العرض إلى إبراز أهم المناهج والأدوات المستخدمة في تلك الدراسات، إضافة إلى تلخيص نتائجها الرئيسية، بما يسمح بتحديد موقع الدراسة الحالية ضمن الأدبيات العلمية، والكشف عن أوجه النقص أو التباين فيها تمهيداً لبناء الإطار التحليلي للدراسة. من خلال الاطلاع على عدة دراسات باللغة العربية سيتم عرض البعض منها فيما يلي:

1. دراسة: محمود محمد وزريان جباررؤوف (2025)، بعنوان " دور التحليل المالي على عناصر

الإستراتيجيات المالية من خلال التركيز على تقييم الأداء المالي وتحديد التدفقات النقدية: دراسة

تطبيقية على عينة من شركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل دور التحليل المالي في تعزيز عناصر الاستراتيجيات المالية داخل الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، من خلال التركيز على عنصرين أساسيين هما تقييم الأداء المالي وتحديد التدفقات النقدية. وتنبع أهمية الدراسة من الحاجة إلى تحسين فعالية الاستراتيجيات المالية في ظل التحديات الاقتصادية التي تواجه الشركات، مثل تقلبات السوق وعدم الاستقرار الاقتصادي.

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، واستخدمت بيانات فعلية لثلاث شركات صناعية مدرجة خلال الفترة (2016-2020). وتم توظيف أدوات التحليل المالي المعتمدة على النسب المالية، حيث شملت نسب الربحية والسيولة ونسب النشاط، باعتبارها مؤشرات أساسية لتقييم الأداء المالي وقياس كفاءة استخدام الموارد. كما ركزت الدراسة على تحليل قائمة التدفقات النقدية من حيث الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية.

أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط وتأثير معنوي بين التحليل المالي وعناصر الاستراتيجيات المالية، حيث تبين أن تحسين مؤشرات الربحية والسيولة والنشاط ينعكس إيجاباً على تقييم الأداء المالي ويؤدي إلى تعزيز التدفقات النقدية التشغيلية. كما أوضحت النتائج، وفق جدول الارتباط، وجود علاقات إيجابية دالة

إحصائيا بين نسب السيولة والنشاط مع الربحية، مما يؤكد أن كفاءة إدارة الموارد تسهم في تحسين الأداء المالي وزيادة التدفقات النقدية .

2. دراسة: مثنى روكان جاسم وجمال علي حسين (2024)، بعنوان " تأثير التدفق النقدي الحر في إدارة

الأرباح: دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل وقياس تأثير التدفق النقدي الحر على ممارسات إدارة الأرباح في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مع التركيز على القطاع المصرفي. تنطلق الدراسة من إشكالية رئيسية تتمثل في احتمال استغلال الإدارة للتدفقات النقدية الحرة في تحقيق أهدافها الخاصة من خلال التلاعب بالأرباح، وهو ما يرتبط بمشكلة الوكالة بين الإدارة والمساهمين .

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري، والمنهج التطبيقي في الجانب العملي، حيث تم استخدام بيانات فعلية مستخرجة من القوائم المالية لعينة مكونة من (15) مصرفا عراقيا خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى 2021. كما تم استخدام برنامج (SPSS) لإجراء التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات .

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ارتباط موجبة ومعنوية بين التدفق النقدي الحر وإدارة الأرباح، حيث بلغ معامل الارتباط (0.343)، مما يدل على أن زيادة التدفقات النقدية الحرة ترتبط بزيادة ممارسات إدارة الأرباح. كما أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود تأثير إيجابي معنوي للتدفق النقدي الحر على إدارة الأرباح، حيث أن ارتفاع مستوى التدفق النقدي الحر يؤدي إلى زيادة احتمال قيام الإدارة بالتلاعب بالأرباح . وتفسر الدراسة هذه النتيجة في إطار نظرية الوكالة، حيث إن توفر فائض نقدي لدى الإدارة يمنحها مرونة أكبر في اتخاذ قرارات قد لا تتوافق مع مصالح المساهمين، مما يدفعها إلى استخدام أساليب إدارة الأرباح لتحقيق أهداف شخصية أو تعظيم منافعها.

3. دراسة مبسوط هوارية وآخرون (2022)، بعنوان " أهمية قائمة التدفقات النقدية كأداة لتقييم

الوضع المالية للمؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2020/2019"

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز أهمية قائمة التدفقات النقدية كأداة أساسية لتقييم الوضع المالية للمؤسسات الاقتصادية، مع تطبيق عملي على مجمع صيدال خلال الفترة (2019-2020). وتكمن أهمية الدراسة في كون قائمة التدفقات النقدية توفر معلومات مالية لا تقدمها القوائم التقليدية (قائمة الدخل والميزانية)، خاصة فيما يتعلق بحركة النقدية الفعلية وجودة السيولة .

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم التطرق في الجانب النظري إلى مفهوم قائمة التدفقات النقدية، أهميتها، مكوناتها (تشغيلية، استثمارية، تمويلية)، إضافة إلى المؤشرات المالية المشتقة منها مثل مؤشرات جودة السيولة، جودة الأرباح، ومؤشرات تقييم سياسات التمويل. وفي الجانب التطبيقي، تم تحليل قائمة التدفقات النقدية لمجمع صيدال باستخدام بيانات فعلية مستخرجة من التقارير المالية .

أظهرت نتائج الدراسة تحسنا ملحوظا في التدفقات النقدية لمجمع صيدال خلال سنة 2020 مقارنة بسنة 2019، حيث تحولت التدفقات التشغيلية من قيمة سالبة إلى موجبة نتيجة انخفاض المدفوعات النقدية، وهو ما انعكس إيجابا على الوضعية المالية للمجمع. كما بينت النتائج أن التدفقات الاستثمارية شهدت تحسنا نتيجة تقليص الإنفاق الاستثماري، في حين بقيت التدفقات التمويلية سالبة بسبب سداد القروض.

وعلى مستوى التحليل بالمؤشرات، أوضحت النتائج تحسنا في مؤشرات جودة السيولة، حيث أصبحت التدفقات التشغيلية قادرة على تغطية نسبة معتبرة من الالتزامات، إضافة إلى تحسن مؤشرات جودة الأرباح التي أظهرت قدرة أعلى على توليد تدفقات نقدية.

خلصت الدراسة إلى أن قائمة التدفقات النقدية تعد أداة فعالة في تقييم الأداء والوضعية المالية، لما توفره من مؤشرات دقيقة حول السيولة والربحية والسياسات التمويلية، وأوصت بضرورة الاعتماد عليها إلى جانب القوائم المالية الأخرى لتعزيز جودة التحليل المالي واتخاذ القرارات

#### 4. دراسة: بلال نوري سعيد وسارة إسماعيل مظلوم (2022)، بعنوان "أثر التدفقات النقدية الحرة على القيمة السوقية للشركات المدرجة - دراسة تطبيقية".

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر التدفقات النقدية الحرة على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة، مع التركيز على سلوك المستثمرين. اعتمدت الدراسة على المنهج القياسي باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، حيث تم تحليل بيانات مالية لعينة من الشركات خلال فترة زمنية معينة. تم استخدام التدفقات النقدية الحرة كمؤشر مستقل، بينما تم قياس القيمة السوقية من خلال القيمة السوقية للأسهم. أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية قوية بين التدفقات النقدية الحرة والقيمة السوقية، حيث تميل الشركات التي تحقق تدفقات نقدية مرتفعة إلى الحصول على تقييم أعلى في السوق. كما بينت الدراسة أن المستثمرين يفضلون الشركات التي تعتمد على التمويل الذاتي، نظرا لانخفاض المخاطر المرتبطة بها. وخلصت الدراسة إلى أن التدفقات النقدية الحرة تمثل مؤشرا مهما في تقييم الأداء المالي واتخاذ القرارات الاستثمارية.

#### 5. دراسة: عبد الرحمان محمد (2022)، بعنوان "تقييم الأداء المالي للشركات الصناعية العاملة في (منطقة مارنجان - ودمدني، السودان) دراسة تحليلية مقارنة بين قائمة التدفقات النقدية وقائمتي المركز المالي والدخل في الفترة ما بين (2014-2017 م)"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى تأثير كل من الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي، مع التركيز على تحديد أيهما أكثر قدرة على تفسير تغيرات القيمة السوقية. اعتمدت الدراسة على المنهج القياسي باستخدام بيانات Panel لعينة من الشركات خلال عدة سنوات، وتم استخدام نماذج الانحدار المتعدد لتحليل العلاقة بين المتغيرات.

أظهرت نتائج الدراسة أن كلا من الأرباح والتدفقات النقدية لهما تأثير معنوي على القيمة السوقية، إلا أن التدفقات النقدية التشغيلية كانت أكثر قدرة على تفسير التغيرات في القيمة السوقية مقارنة بالأرباح المحاسبية، خاصة في ظل وجود ممارسات إدارة الأرباح. كما بينت النتائج أن المستثمرين يولون أهمية أكبر للمعلومات النقدية باعتبارها أكثر مصداقية وأقل عرضة للتلاعب.

وخلصت الدراسة إلى أن الاعتماد على التدفقات النقدية في التحليل المالي يعزز من كفاءة قرارات الاستثمار، ويوفر مؤشراً أفضل على الأداء الحقيقي للشركات. وأوصت بضرورة تعزيز الإفصاح عن قائمة التدفقات النقدية وتكاملها مع باقي القوائم المالية لدعم شفافية الأسواق المالية.

6. دراسة: محمد ميلاد صالح وآخرون (2021)، بعنوان "مدى إمكانية استخدام قائمة التدفقات النقدية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في الشركات الصناعية الليبية (دراسة تطبيقية على مصنع الحديد والصلب مصراته)".

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل مدى إمكانية استخدام قائمة التدفقات النقدية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في الشركات الصناعية الليبية، مع تطبيق ميداني على مصنع الحديد والصلب بمدينة مصراته. وتنبع أهمية الدراسة من الدور المتزايد الذي تلعبه المعلومات النقدية في دعم قرارات الاستثمار، خاصة في ظل قصور القوائم المالية التقليدية في تفسير التغيرات النقدية والسيولة.

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، واستخدمت الاستبانة كأداة رئيسية لجمع البيانات من عينة مكونة من موظفي ومديري الأقسام المالية بالمصنع. كما تم تحليل البيانات باستخدام برنامج SPSS، مع تطبيق اختبارات إحصائية مثل معامل ارتباط بيرسون ومعامل ألفا كرونباخ للتحقق من الثبات ( $\approx 0.83$ ) مما يدل على موثوقية الأداة.

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين قائمة التدفقات النقدية واتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث بلغ معامل الارتباط الكلي (0.748) مع قدرة تفسيرية بلغت (73.41%) في. كما بينت النتائج وجود علاقة طردية قوية بين التدفقات النقدية التشغيلية والقرارات الاستثمارية ( $r=0.813$ )، وكذلك التدفقات التمويلية ( $r=0.927$ )، في حين ظهرت علاقة عكسية مع التدفقات الاستثمارية ( $r=-0.842$ )، مما يشير إلى أن متخذي القرار يعتمدون بدرجة أكبر على الأنشطة التشغيلية والتمويلية.

7. دراسة، علاء الساعدي (2014)، بعنوان "أثر التدفقات النقدية على القيمة السوقية للشركات

#### العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر التدفقات النقدية على القيمة السوقية للشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، من خلال تحليل العلاقة بين مجموعة من مؤشرات التدفقات النقدية والقيمة السوقية للأسهم. وتنبع أهمية الدراسة من كون التدفقات النقدية تمثل أحد أهم مصادر المعلومات المالية التي يعتمد عليها المستثمرون في تقييم الأداء المالي واتخاذ القرارات الاستثمارية.

اعتمدت الدراسة على المنهج القياسي باستخدام أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، حيث تم اختيار عينة مكونة من (63) شركة تمثل مختلف القطاعات الاقتصادية خلال فترة خمس سنوات (2006-2010). وقد استخدم الباحث نموذج الانحدار الثابت (Fixed Effect) لاختبار العلاقة بين المتغيرات، حيث تمثلت المتغيرات المستقلة في صافي التدفقات النقدية ونسبها إلى الالتزامات قصيرة الأجل وحقوق الملكية والمبيعات، بينما تم قياس القيمة السوقية باستخدام أسعار الإغلاق السنوية للأسهم. أظهرت نتائج الدراسة، كما يتضح من جداول الاختبارات الإحصائية، عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية، وكذلك عدم وجود علاقة معنوية بين مختلف نسب التدفقات النقدية (إلى الالتزامات، حقوق الملكية، والمبيعات) والقيمة السوقية للأسهم. كما أكدت نتائج نموذج الانحدار المتعدد نفس الاستنتاج، حيث تم قبول الفرضيات العدمية في جميع الحالات.

### المطلب الثاني: عرض الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

يتضمن هذا المطلب عرضاً موجزاً لأهم الدراسات السابقة المتعلقة بتحليل التدفقات النقدية وعلاقتها بالأداء المالي والقيمة السوقية. باللغة الأجنبية كما يلي:

#### 1. دراسة: Louis Enrico at al (2026)، بعنوان "Effect Of Financial Literacy, Paylater Preference, And Cash Flow Management On The Cash Flow Resilience Of "Generation Z Students In The E-Commerce Era"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير ثلاثة متغيرات رئيسية، وهي: الثقافة المالية، تفضيل استخدام خدمات الدفع الآجل (Paylater)، وإدارة التدفقات النقدية، على مرونة التدفقات النقدية لدى طلاب الجيل Z في بيئة التجارة الإلكترونية. اعتمدت الدراسة على المنهج الكمي التفسيري باستخدام عينة مكونة من 300 طالب جامعي، وتم تحليل البيانات باستخدام الانحدار الخطي المتعدد.

أظهرت نتائج الدراسة أن:

- الثقافة المالية لها تأثير إيجابي ومعنوي على مرونة التدفقات النقدية.
  - تفضيل الدفع الآجل له تأثير سلبي ومعنوي، حيث يؤدي إلى زيادة الضغوط المستقبلية على السيولة.
  - إدارة التدفقات النقدية لها أقوى تأثير إيجابي، وكانت المتغير الأكثر تفسيراً للمرونة المالية.
- كما بينت نتائج نموذج الانحدار أن هذه المتغيرات تفسر حوالي 42.7% من التغير في مرونة التدفقات النقدية، مما يدل على أن الاستقرار المالي يعتمد على تفاعل عدة عوامل معرفية وسلوكية وإدارية. وخلصت الدراسة إلى أن مرونة التدفقات النقدية تمثل مؤشراً حقيقياً للاستقرار المالي، وأن تحسينها يتطلب ليس فقط رفع مستوى الثقافة المالية، بل أيضاً تعزيز الانضباط في إدارة النقد والحد من الاعتماد المفرط على أدوات التمويل القصير الأجل.

2. دراسة Yamashita: (2026) بعنوان *"Measure" Wars: An Empirical Examination of Cash Flow Predictability of Accounting Earnings and Cash Flows in Japan*

هدفت هذه الدراسة إلى فحص أي من مؤشرات الأداء المالي أكثر قدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، هل هي الأرباح المحاسبية أم التدفقات النقدية، مع اختبار أثر إضافة الإهلاك والاستهلاك (Depreciation & Amortization) إلى الأرباح في تحسين القدرة التنبؤية. اعتمدت الدراسة على المنهج القياسي باستخدام بيانات Panel لعينة كبيرة من الشركات اليابانية خلال الفترة (2001–2017)، حيث تم استخدام نماذج الانحدار لقياس القدرة التفسيرية ( $R^2$  Adjusted) لكل من الأرباح والتدفقات النقدية في التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية والحرّة المستقبلية.

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج مهمة، حيث تبين أن الأرباح المحاسبية، خاصة الأرباح التشغيلية والعادية، تتفوق على التدفقات النقدية في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، خصوصاً في النصف الثاني من فترة الدراسة. كما أظهرت النتائج أن التدفقات النقدية التشغيلية تكون أفضل من صافي الربح في بعض الحالات قصيرة الأجل، إلا أن القوة التنبؤية للأرباح تتحسن بمرور الوقت. كذلك أثبتت الدراسة أن إضافة الإهلاك والاستهلاك إلى الأرباح تحسن القدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية، لكنها لا تحسن (وقد تضعف) القدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية الحرّة.

وخلصت الدراسة إلى أن الأرباح المحاسبية، عند استبعاد العناصر غير المتكررة، تمثل مؤشراً أكثر موثوقية في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية مقارنة بالتدفقات النقدية نفسها، مما يؤكد أهمية استخدام المعلومات القائمة على أساس الاستحقاق في التحليل المالي وتقييم الشركات. كما أشارت إلى أن تأثير مكونات الاستحقاق (Accruals) يلعب دوراً مهماً في تفسير هذه القدرة التنبؤية، خاصة في البيئات المتقدمة مالياً مثل اليابان.

3. دراسة Ryan J. Casey & George W. Ruch (2023) بعنوان *"Are earnings better than cash flows at predicting future cash flows? Evidence from apples-to-apples comparisons"*

هدفت هذه الدراسة إلى مقارنة القدرة التنبؤية لكل من الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية في تفسير التدفقات النقدية المستقبلية، من خلال تحليل مكونات الأرباح بشكل تفصيلي وفق أساس الاستحقاق ومقارنتها بنظيراتها على الأساس النقدي. اعتمدت الدراسة على منهج قياسي تحليلي، حيث تم إجراء مقارنات دقيقة بين خمسة مكونات رئيسية للأرباح (مثل الربح التشغيلي، الإهلاك، الدخل غير التشغيلي، مصروف الفوائد، ومصروف ضريبة الدخل) ونظيراتها النقدية، باستخدام نماذج الانحدار لقياس القدرة التنبؤية لكل مكون.

أظهرت نتائج الدراسة أن مكون الربح التشغيلي يتفوق على نظيره النقدي في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، مما يعكس أهمية المعلومات القائمة على أساس الاستحقاق في تفسير الأداء المستقبلي. في المقابل، تبين أن مصروف الإهلاك ومكونات الدخل غير التشغيلي كانت أقل قدرة على التنبؤ مقارنة بنظيراتها النقدية،

في حين لم تظهر فروق ذات دلالة إحصائية بين كل من مصروف الفوائد ومصروف ضريبة الدخل ونظيراتها النقدية.

وخلصت الدراسة إلى أن القدرة التنبؤية للأرباح والتدفقات النقدية تختلف باختلاف مكوناتها، وأنه لا يمكن إصدار حكم عام يفيد بتفوق أحدهما بشكل مطلق، إذ تعتمد قوة التنبؤ على طبيعة العنصر المالي محل التحليل. وبالتالي، تؤكد الدراسة ضرورة استخدام تحليل تفصيلي لمكونات الأرباح والتدفقات النقدية بدلا من الاعتماد على مؤشرات إجمالية عند تقييم الأداء المالي والتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية.

#### 4. دراسة: ricardo de la o and sean myers (2021) بعنوان " Subjective Cash-Flow and

##### "Discount Rate Expectations"

هدفت دراسة إلى تفسير تقلبات أسعار الأسهم من خلال التمييز بين دور توقعات التدفقات النقدية (الأرباح والتوزيعات) وتوقعات العوائد. تعتمد الدراسة على منهج تجريبي كمي يركز على تفكيك التباين وفق نموذج مع توظيف بيانات استطلاعية لقياس توقعات العوائد. كما تم تطبيق نماذج قياسية واختبارات ارتباط وتحليل تباين لتحديد مصادر تحركات نسب السعر إلى الأرباح والتوزيعات.

وأظهرت النتائج أن توقعات نمو التدفقات النقدية تفسر النسبة الأكبر من تقلبات السوق (حتى 93% لنسبة السعر إلى التوزيعات و63% لنسبة السعر إلى الأرباح)، في حين أن توقعات العوائد ضعيفة التأثير ومنخفضة التقلب. كما تبين أن التوقعات قصيرة الأجل هي الأكثر تأثيرا، وأن المستثمرين يميلون إلى التفاؤل أو التشاؤم المفرط تبعا لمستويات الأسعار. كما خلصت الدراسة إلى ضرورة إعادة النظر في نماذج تسعير الأصول التقليدية التي تبالغ في دور معدلات الخصم، مقابل تعزيز دور التوقعات المرتبطة بالتدفقات النقدية.

#### 5. دراسة: مهدي محمد هادي (2008) بعنوان "Associations between Cash Flows and

##### "Market Prices: Evidence from Jordan"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية للشركات، من خلال التركيز على دور التدفقات النقدية التشغيلية كمؤشر على الأداء المالي وقدرة المؤسسة على خلق القيمة. اعتمدت الدراسة على المنهج الكمي باستخدام بيانات مالية لعينة من الشركات خلال فترة زمنية محددة، حيث تم تطبيق نماذج الانحدار القياسي لاختبار تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية، مع إدراج بعض المتغيرات الرقابية مثل حجم الشركة والرافعة المالية.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة السوقية للشركات، مما يشير إلى أن المستثمرين يعتمدون على المعلومات النقدية في تقييم أداء الشركات واتخاذ قراراتهم الاستثمارية. كما بينت النتائج أن جودة التدفقات النقدية تعكس القدرة الحقيقية للمؤسسة على توليد الأرباح، وهو ما ينعكس مباشرة على قيمتها في السوق.

وخلصت الدراسة إلى أن قائمة التدفقات النقدية تمثل أداة فعالة في التحليل المالي، وأن الاعتماد عليها يعزز دقة تقييم الشركات مقارنة بالمشورات المحاسبية التقليدية، وأوصت بضرورة تحسين مستوى الإفصاح عن المعلومات النقدية لزيادة كفاءة الأسواق المالية.

### المطلب الثالث: مناقشة الدراسات السابقة وما يميز هذه الدراسة

من خلال استعراض الدراسات السابقة العربية والأجنبية، يتضح أن موضوع التدفقات النقدية وعلاقتها بالأداء المالي والقيمة السوقية حظي باهتمام واسع، إلا أن هذا الاهتمام اتسم بالتباين من حيث الأهداف والمنهجيات والنتائج، مما يستدعي تقديم قراءة نقدية لها.

#### 1. من حيث موضوع الدراسة

ركزت الدراسات السابقة على محاور متعددة، أبرزها العلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية، ودورها في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وأثرها على إدارة الأرباح، إضافة إلى المقارنة بينها وبين الأرباح المحاسبية. غير أن هذا التنوع لم يصاحبه تكامل في الطرح، حيث غلب على الدراسات العربية الطابع الوصفي التحليلي كما في دراسة صيدال (2022)، في حين اتجهت الدراسات الأجنبية نحو التحليل القياسي المتقدم، مثل دراسة Yamashita (2026)، مما يعكس وجود فجوة في الدراسات التي تجمع بين التحليل النظري والتطبيقي في بيئة عربية، خاصة الجزائرية.

#### 2. من حيث المنهجية المستخدمة

تباينت المناهج بين الدراسات الوصفية التي اعتمدت على تحليل القوائم المالية واستخراج المؤشرات، والدراسات القياسية التي استخدمت نماذج الانحدار وبيانات Panel، وهو ما يجعل الأخيرة أكثر دقة وموضوعية. ومع ذلك، فإن الدراسات القياسية واجهت محدودية في التعميم بسبب اختلاف البيئات الاقتصادية، في حين عانت الدراسات الوصفية من ضعف القدرة التفسيرية، مما يبرز الحاجة إلى منهجية تجمع بين التحليلين الوصفي والقياسي.

#### 3. من حيث النتائج المتوصل إليها

أظهرت الدراسات تباينا واضحا في النتائج، حيث أثبتت بعض الدراسات وجود علاقة إيجابية بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية، بينما توصلت أخرى إلى عدم وجود علاقة معنوية، كما في دراسة الساعدي (2014). كما اختلفت النتائج بشأن الأفضلية بين الأرباح والتدفقات النقدية، حيث أكدت بعض الدراسات تفوق التدفقات النقدية، في حين أظهرت دراسات أخرى تفوق الأرباح، بينما خلصت دراسات حديثة إلى أن القدرة التنبؤية تعتمد على مكونات كل منهما، مما يعكس تعقيد العلاقة وعدم إمكانية تعميم النتائج.

#### 4. من حيث حدود الدراسات السابقة

تعاني الدراسات السابقة من عدة جوانب، أهمها محدودية البيئة التطبيقية، حيث تركزت معظم الدراسات في بيئات عربية محددة مع غياب شبه تام للدراسات الجزائرية، إضافة إلى اعتماد العديد منها على بيانات قديمة، وعدم ربط المتغيرات بشكل متكامل، حيث تناولت بعض الدراسات التدفقات النقدية بمعزل عن القيمة السوقية أو التحليل المالي، فضلا عن محدودية التحليل التطبيقي العميق في بعض الدراسات.

#### 5. ما يميز هذه الدراسة

في ضوء ما سبق، تتجلى الفجوة الدراسة في نقص الدراسات التطبيقية في البيئة الجزائرية، خاصة على المؤسسات المدرجة، وغياب التحليل باستخدام بيانات حديثة، إضافة إلى ضعف الدراسات التي تجمع بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية في إطار تحليلي متكامل. كما تبرز الحاجة إلى دراسة العلاقة بين جودة الأرباح والتدفقات النقدية وتأثيرها على القيمة السوقية، وهو ما لم تعالجه الدراسات السابقة بشكل كاف. وعليه، تسعى الدراسة الحالية إلى سد هذه الفجوات من خلال تقديم تحليل حديث ومتكامل يركز على التدفقات النقدية وأثرها على القيمة السوقية لمجمع صيدال، بما يساهم في إثراء الأدبيات المحاسبية والمالية في البيئة الجزائرية وتعزيز فهم العلاقة بين المتغيرات المالية محل الدراسة.

## خلاصة الفصل الأول

من خلال هذا الفصل، تم التطرق إلى الإطار النظري للتحليل المالي والقيمة السوقية، إضافة إلى عرض ونقد أهم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة. وقد أظهر التحليل أن التحليل المالي يُعد أداة أساسية لفهم الوضعية المالية للمؤسسات، حيث تطور من مجرد تحليل تقليدي للقوائم المالية إلى اعتماد مؤشرات أكثر دقة، خاصة التدفقات النقدية، التي تعكس القدرة الحقيقية للمؤسسة على توليد السيولة.

كما تم إبراز أهمية أدوات وأساليب التحليل المالي، سواء التقليدية منها كالنسب المالية والتحليل الأفقي والعمودي، أو الحديثة التي تعتمد على قائمة التدفقات النقدية، والتي أصبحت تحظى باهتمام متزايد لما توفره من معلومات موضوعية حول الأداء المالي. وفي هذا السياق، تم التطرق إلى مفهوم التدفقات النقدية ومكوناتها، مع التأكيد على دورها في تقييم جودة الأرباح والكفاءة التشغيلية.

ومن جهة أخرى، تم عرض مفهوم القيمة السوقية والعوامل المؤثرة فيها، حيث تبين أنها لا تعتمد فقط على النتائج المحاسبية، بل تتأثر أيضاً بالتدفقات النقدية وتوقعات المستثمرين وظروف السوق. والتي تقوم على أساس أن المستثمرين يعتمدون على القدرة المستقبلية للمؤسسة في توليد النقد عند اتخاذ قراراتهم.

أما فيما يتعلق بالدراسات السابقة، فقد تم استعراض مجموعة من الدراسات العربية والأجنبية التي تناولت العلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية، حيث أظهرت نتائجها تبايناً واضحاً بين من يؤكد وجود علاقة قوية، ومن يرى أنها ضعيفة أو غير مباشرة، خاصة في الأسواق الناشئة.

وعليه، يبرز هذا الفصل أهمية التدفقات النقدية كأداة تحليلية حديثة، ويؤكد وجود فجوة بحثية تتعلق بضعف الدراسات التطبيقية في البيئة الجزائرية، وهو ما تسعى هذه الدراسة إلى معالجته من خلال الربط بين التحليل المالي والقيمة السوقية في إطار تطبيقي.

## الفصل الثاني:

الدراسة التطبيقية: دراسة حالة

مجمع صيدال - الجزائر: 2023

## تمهيد:

في إطار دراسة أثر التحليل المالي باستخدام التدفقات النقدية على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، يندرج هذا الفصل ضمن الجانب التطبيقي الذي يهدف إلى إسقاط المفاهيم النظرية على حالة واقعية تتمثل في مجمع صيدال. وتكمن أهمية هذا الفصل في كونه يتيح فهما معمقا لكيفية تفاعل المؤشرات المالية، خاصة التدفقات النقدية، مع التقييم السوقي للمؤسسة، وذلك من خلال تحليل بيانات فعلية مستمدة من التقارير المالية الرسمية.

وسيتم من خلال هذا الفصل التطرق إلى تقديم عام لمجمع صيدال باعتباره الإطار التطبيقي للدراسة، مع إبراز خصائصه الاقتصادية ومكانته في السوق، ثم الانتقال إلى تحليل التدفقات النقدية لسنة 2023 باعتبارها أداة رئيسية لتقييم الأداء المالي الحقيقي، من خلال دراسة الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية. كما سيتم ربط هذه النتائج بالقيمة السوقية للمجمع، بهدف الوقوف على مدى استجابة السوق المالي للمؤشرات النقدية، وتحديد طبيعة العلاقة بين الأداء المالي والتقييم السوقي.

وعليه، يسعى هذا الفصل إلى تقديم تحليل متكامل يجمع بين البعد المالي والبعد السوقي، بما يساهم في اختبار فرضيات الدراسة والإجابة عن إشكالياتها، وتقديم نتائج علمية يمكن الاستناد إليها في فهم سلوك المؤسسات المدرجة في السوق المالية الجزائرية.

## المبحث الأول: تقديم لمؤسسة /مجمع صيدال

يمثل مجمع صيدال أحد أبرز الفاعلين في الصناعة الصيدلانية الجزائرية، حيث يضطلع بدور استراتيجي في تلبية احتياجات السوق الوطنية من الأدوية وتعزيز الأمن الصحي. ونظرا لأهميته الاقتصادية والمالية، فإن دراسة وضعيته العامة تعد خطوة أساسية لفهم أدائه وتحليل مؤثراته في ظل التحولات التي يشهدها القطاع. ويهدف هذا المبحث إلى تقديم نظرة شاملة حول المجمع من خلال التطرق إلى نشأته وتطوره التاريخي، طبيعة نشاطه الاقتصادي، هيكله التنظيمي ومصادر تمويله، إضافة إلى مكانته في السوق الدوائية ووضعه في البورصة. وقد تم الاعتماد في إعداد هذا العرض على المعطيات الواردة في التقرير السنوي المنشور على الموقع الرسمي للمجمع، بما يضمن دقة المعلومات وموثوقيتها، ويمهد للتحليل المالي اللاحق، خاصة فيما يتعلق بدراسة التدفقات النقدية وعلاقتها بالقيمة السوقية.

### المطلب الأول: النشأة والتطور التاريخي:

يعد مجمع صيدال أول مجمع صيدلاني عمومي في الجزائر، ويضطلع بدور استراتيجي في تنفيذ السياسة الصحية للدولة عبر تطوير الصناعة الصيدلانية المحلية وتوفير الأدوية لفئات واسعة من السكان. ويظهر تقرير التسيير لسنة 2023 أن المجمع انتقل إلى مرحلة جديدة من التطور، اتسمت بتحسين واضح في الأداء التشغيلي والمالي، إذ حقق رقم أعمال قياسي بلغ 18,261,833 ألف دج على مستوى الشركة الأم، بنمو 25.04% مقارنة بسنة 2022، كما ارتفع الإنتاج الكمي بنسبة 14.11%، والقيمة المضافة بنسبة 33.23%، وفائض الاستغلال الخام بنسبة 72.57%، والنتيجة التشغيلية بنسبة 176.13%، بينما تحولت النتيجة الصافية من خسارة في 2022 إلى ربح قدره 1,735,846,851 دج في 2023. وتعكس هذه المؤشرات أن سنة 2023 مثلت سنة تحول نوعي في مسار المجمع. كما شهدت السنة نفسها توسعا في المشاريع الاستراتيجية، من أبرزها توسيع قائمة منتجات الأورام من 8 إلى 11 منتجا، وإطلاق إنتاج الأنسولين السريع بموقع قسنطينة 1 بتاريخ 19 مارس 2023، ووضع حجر الأساس لوحدة إنتاج جديدة بمستغانم متخصصة في أدوية العيون والمنتجات البيطرية، إلى جانب تدشين أول مركز للتكافؤ الحيوي في الجزائر يوم 31 ديسمبر 2023.

### المطلب الثاني: النشاط الاقتصادي والقطاع الصناعي

ينشط مجمع صيدال في الصناعة الصيدلانية، وهي صناعة ذات طابع استراتيجي لارتباطها المباشر بالأمن الصحي. ولا يقتصر نشاطه على تصنيع الأدوية فقط، بل يشمل كذلك الدراسة والتطوير، دراسات التكافؤ الحيوي، الشراكات التكنولوجية والتجارية، والاستثمار في المنتجات المستقبلية مثل اللقاحات والأنسولين والمواد الأولية الصيدلانية والأدوية البيطرية. وتؤكد معطيات التقرير أن مبيعات الشركة الأم بلغت 102,207 ألف وحدة بيع بقيمة 18,258,302 ألف دج بعد تنزيل الحسومات، بينما بلغ إجمالي رقم الأعمال مع الخدمات 18,261,833 ألف دج. كما بلغ الإنتاج 130,893 ألف وحدة بقيمة 15,867,396 ألف دج، وهو ما

يعكس قاعدة إنتاجية واسعة ومتنوعة. ومن حيث الأشكال الصيدلانية، تركز الإنتاج أساسا في الأقراص بنسبة 35.21%، ثم الحقن بنسبة 20.84%، ثم المراهم والكريمات الجلدية بنسبة 12.58%، ثم الأشربة بنسبة 8.57%، فالتحاميل بنسبة 5.78%، أي إن 82.99% من الإنتاج تحقق عبر خمسة أشكال رئيسية. أما من حيث المبيعات، فإن 79.79% من رقم الأعمال تحقق عبر الحقن والأقراص والمراهم والكريمات الجلدية، بقيمة 14,937,446 ألف دج. كما تتصدر فئة أدوية الأورام وأمراض الدم المبيعات العلاجية بقيمة 6,638,124 ألف دج تمثل 35.46% من المبيعات، تليها فئات الأمراض المعدية والطفيليات (12.47%) والأمراض الجلدية (8.03%) والسكري والتغذية. (7.79%) وهذا يدل على أن صيدال يتوقع أساسا في القطاعات العلاجية ذات الطلب المرتفع أو القيمة العالية.

### المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي والتمويل

يستند مجمع صيدال إلى هيكل تنظيمي يقوم على الحوكمة المؤسسية والتسيير اللامركزي عبر الفروع. ووفقا لتقرير 2023، عرف مجلس الإدارة عدة تغييرات خلال السنة، إلى أن آلت رئاسة مجلس الإدارة العامة إلى السيد واثق قيديري ابتداء من 10/04/2023، كما ضم المجلس عددا من الأعضاء الممثلين للمساهمين والعمال، بينما تولى مراقبة الحسابات محافظا حسابات. وقد عقد مجلس الإدارة 8 جلسات عادية خلال سنة 2023، تناولت ملفات تتعلق بالميزانية، إعادة الهيكلة، التصفية المحاسبية لبعض الأصول والديون، والمصادقة على القوائم المالية. وعلى مستوى لجنة التدقيق، عقدت 5 جلسات خلال السنة. كما يبرز التقرير توجهها واضحا نحو إعادة الهيكلة عبر التحول إلى نموذج قائم على الفروع وتسيير لامركزي. أما من حيث التمويل، فيعتمد المجمع على مزيج من الموارد الذاتية، القروض والديون المالية، وتمويلات استثمارية، حيث بلغ رأس المال المصدر للشركة الأم 2.5 مليار دج، وبلغت الأموال الخاصة 19.12 مليار دج في نهاية 2023 مقابل 16.45 مليار دج في 2022، كما بلغت الديون المالية غير الجارية 14.44 مليار دج. وفي المقابل، بلغت الاستثمارات الممولة من الأموال الذاتية خلال 2023 ما قيمته 585,844.97 ألف دج، بزيادة 56.20% عن سنة 2022. كما يضم مجال التوحيد ثلاث شركات تابعة مدمجة كليا أو نسبيا هي IBERAL بنسبة 100%، وSOMEDIAL بنسبة 63.546%، وONCOPHARM بنسبة 85%، إلى جانب مساهمات أخرى في شركات مثل TAPHCO وUPJOHN SAIDAL PHARMA وWPS وNOVER وALGERIE CLEARING

### المطلب الرابع: مكانة صيدال في السوق الجزائرية والقيمة السوقية

#### 1. مكانة صيدال في السوق الجزائرية

يحتل مجمع صيدال مكانة محورية في السوق الدوائية الجزائرية، لكن هذه المكانة تختلف حسب معيار القياس: الحجم أو القيمة. فوفق بيانات IQVIA الواردة في التقرير السنوي المرفق، بلغ حجم السوق الدوائي سنة 2023 نحو 885.46 مليون وحدة بيع بقيمة 472.20 مليار دج، مع تراجع سنوي قدره 3.42% في الحجم و 1.63% في القيمة. وفي هذا السوق، احتلت صيدال المرتبة الثانية وطنيا من حيث الكمية بحصة

سوقية بلغت %7.13 أي 63.104 مليون وحدة بيع، لكنها جاءت في المرتبة الثالثة عشرة من حيث القيمة بحصة سوقية قدرها %2.30 أي 10,854,256 ألف دج. وهذا يعني أن صيدال تملك حضورا قويا من حيث التغطية الكمية والانتشار، بينما تبقى قيمتها السوقية التجارية أقل من بعض المنافسين الدوليين والمحليين ذوي المنتجات الأعلى سعرا. وتفسير ذلك يظهر أيضا داخل هيكل مبيعاتها، حيث تشكل منتجات الأورام ذات القيمة المرتفعة عنصرا مهما في تحسين الإيرادات، وهو ما ساعد على نمو رقم الأعمال في 2023 رغم تراجع الكمية المباعة على مستوى الشركة الأم بنسبة %4.44 كما تظهر البيانات أن %81.98 من مبيعات صيدال تحققت عبر أربعة مواقع إنتاجية رئيسية، تصدرها وحدة الحراش بحصة %42.56 من المبيعات، منها 5,641,735 ألف دج تخص منتجات الأورام، ثم وحدة المدية بحصة %21.88، فدار البيضاء %9.62، قسنطينة/قسنطينة-قويد بنسبة %7.92 تقريبا. وهذا يبرز أن مكانة المجمع في السوق لا تقوم فقط على العلامة، بل على شبكة إنتاج وتوزيع واسعة ومتكاملة.

#### الجدول رقم (01-02) يوضح مكانة مجمع صيدال في السوق الجزائرية (2023)

المؤشر	القيمة	القراءة التحليلية
حجم السوق الدوائي	885.46 مليون وحدة	سوق واسع مع تراجع طفيف في الطلب
قيمة السوق	472.20 مليار دج	يعكس أهمية القطاع اقتصاديا
معدل التغير	%-3.42 حجم / %1.63 قيمة	انكماش نسبي في السوق
ترتيب صيدال (كمية)	المرتبة 2	حضور قوي وانتشار واسع
الحصة السوقية (كمية)	(63.1) %7.13 مليون وحدة	قدرة إنتاجية وتسويقية معتبرة
ترتيب صيدال (قيمة)	المرتبة 13	ضعف في القيمة مقارنة بالمنافسين
الحصة السوقية (قيمة)	(10.85) %2.30 مليار دج	أسعار أقل أو منتجات منخفضة القيمة
منتجات الأورام	6.63 مليار دج	مساهم رئيسي في رفع الإيرادات
نسبة مساهمة 4 وحدات	%81.98 من المبيعات	تركز الإنتاج في وحدات محددة
وحدة الحراش	%42.56 من المبيعات	القطب الرئيسي للإنتاج
وحدة المدية	%21.88	مساهمة مهمة
دار البيضاء	%9.62	دعم متوسط للإنتاج
قسنطينة	%~7.92	مساهمة أقل نسبيا

المصدر إعداد الطالبة بالاعتماد على التقرير المالي السنوي، صيدال، 2023.

يتضح من خلال المعطيات الموضحة في الجدول رقم (01-02) أن مجمع صيدال يتمتع بمكانة قوية في السوق من حيث الحجم، حيث يحتل المرتبة الثانية وطنيا من حيث الكمية، وهو ما يعكس انتشارا واسعا

وقدرة إنتاجية معتبرة. غير أن هذه المكانة لا تنعكس بنفس القوة من حيث القيمة، إذ يحتل مرتبة متأخرة نسبياً، مما يدل على تركيزه على منتجات منخفضة السعر مقارنة بالمنافسين. كما يظهر أن هيكل المبيعات يعتمد بشكل كبير على عدد محدود من الوحدات الإنتاجية، خاصة وحدة الحراش، إضافة إلى الدور المهم لمنتجات الأورام في دعم الإيرادات. وعليه، فإن مكانة صيدال تقوم على الانتشار والإنتاج أكثر من القيمة السوقية التجارية.

## 2. الإدراج في البورصة والقيمة السوقية

يمثل إدراج صيدال في بورصة الجزائر أحد أوجه انفتاحها على السوق المالية وتعزيز الشفافية والحوكمة. وتظهر البيانات الواردة في التقرير أن سعر السهم انخفض خلال سنة 2023 بنسبة 5.70%، حيث انتقل من 530 دج في 2022/12/31 إلى 500 دج في 2023/12/31، بعد أن كان 543 دج في 2021/12/31. كما شهد السهم 154 جلسة تداول خلال 2023، كانت 148 منها غير مثمرة و 6 فقط مثمرة، وهو ما يدل على ضعف السيولة السوقية للسهم. وقد بلغ الحجم المتداول خلال السنة 465 سهماً فقط، بقيمة إجمالية 239 ألف دج، وبمتوسط سعر 515 دج للسهم. كما بلغ عدد الأسهم التي خضعت لعملية نزع الطابع المادي 903,776 سهماً، وهو ما يمثل 45.19% من الحجم الإجمالي. والتقرير لا يصح مباشرة بالقيمة السوقية الإجمالية للمجمع، غير أنه يمكن، من الناحية الحسابية، استنتاج أن الحجم الإجمالي للأسهم يقارب مليوني سهم، وبالاعتماد على سعر إقفال قدره 500 دج للسهم، فإن القيمة السوقية التقريبية تكون في حدود مليار دج.

وهذه ليست قيمة مصرحاً بها نصاً في التقرير بل تقدير حسابي مبني على معطياته. وتفيد هذه المعطيات بأن وجود صيدال في البورصة قائم بالفعل، لكنه ما يزال يعاني من محدودية التداول وعمق السوق، وهو ما يجعل دراسة العلاقة بين الأداء المالي، وخاصة التدفقات النقدية، وبين القيمة السوقية مسألة ذات أهمية كبيرة في الدراسة الحالية.

## الجدول رقم (02-02) يوضح تطور أداء سهم مجمع صيدال في البورصة (2019–2023)

السنة	عدد الجلسات	حجم التداول	التغير السنوي	سعر السهم (دج)	ملاحظات تحليلية
2019	—	—	—	—	بيانات محدودة - نشاط ضعيف تاريخياً
2020	—	—	—	—	استمرار ضعف السيولة في السوق
2021	—	ضعيف	—	543 دج	بداية تراجع تدريجي في السعر
2022	—	ضعيف جداً	-2.39%	530 دج	استمرار الاتجاه التنازلي
2023	(فعالة فقط 6) 154	465 سهم	-5.70%	500 دج	سيولة ضعيفة جداً، نشاط شبه جامد

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على التقرير المالي السنوي، صيدال، 2023.

من خلال الجدول رقم (02-02) يتضح أن القراءة التحليلية لتطور سهم مجمع صيدال أنه يعرف اتجاهها تنازليا منذ سنة 2021، حيث سجل انخفاضا تدريجيا في سعره خلال السنوات الأخيرة. كما يعاني السهم من ضعف شديد في السيولة، وهو ما يتجلى في محدودية حجم التداول وقلّة عدد العمليات المنفذة، الأمر الذي يعكس نقصا في نشاط المستثمرين داخل السوق. ومن جهة أخرى، يبدو أن السوق المالية لا تعكس بدقة الأداء المالي الحقيقي للمجمع، خاصة في ظل التباين بين المؤشرات المحاسبية والنقدية. ورغم ذلك، تبقى القيمة السوقية للمؤسسة شبه مستقرة، إلا أنها تفتقر إلى الديناميكية اللازمة التي تعكس التغيرات الفعلية في الأداء المالي، مما يؤكد محدودية كفاءة السوق في تسعير الأسهم.

في ختام هذا المبحث، يتضح أن مجمع صيدال يمثل مؤسسة اقتصادية ذات أهمية استراتيجية في القطاع الصيدلاني الجزائري، حيث يجمع بين الدور الصحي والبعد الاقتصادي، من خلال مساهمته في تلبية الطلب الوطني وتعزيز الإنتاج المحلي. كما أظهرت المعطيات المستقاة من التقرير السنوي للمجمع لسنة 2023 تحسنا ملحوظا في أدائه المالي والتشغيلي، إلى جانب توجهه نحو التوسع والاستثمار في مجالات دوائية حديثة. ويبرز كذلك اعتماده على هيكل تنظيمي وتمويلي متنوع، مع حضور في السوق المالية يعكس مستوى من الشفافية والانفتاح. وتشكل هذه المعطيات قاعدة أساسية لفهم وضعية المجمع، وتمهد للانتقال إلى التحليل المالي المععمق، خاصة ما يتعلق بدراسة التدفقات النقدية وأثرها على القيمة السوقية.

### المبحث الثاني: التحليل المالي للتدفقات النقدية لمجمع صيدال

تعد قائمة التدفقات النقدية من أهم الأدوات التحليلية التي تمكن من تقييم الأداء المالي الحقيقي للمؤسسة، إذ تعكس قدرتها على توليد السيولة، وتمويل استثماراتها، والوفاء بالتزاماتها. ويهدف هذا المبحث إلى تحليل التدفقات النقدية المجمعة لمجمع صيدال لسنة 2023، من خلال دراسة مكوناتها الأساسية (التشغيلية، الاستثمارية، والتمويلية)، مع إجراء مقارنة بسنة 2022، وذلك من أجل الوقوف على تطور الوضعية المالية للمجمع وتفسير ديناميكية السيولة لديه. كل المعلومات المرفقة تم الاستعانة بالتقرير السنوي المنشور على الموقع الرسمي للمؤسسة.

#### المطلب الأول: تحليل التدفقات النقدية التشغيلية

تعد التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها المحلل المالي في تقييم الأداء الحقيقي للمؤسسة، إذ تعكس قدرتها على توليد السيولة من نشاطها الأساسي بعيدا عن التأثيرات المحاسبية الناتجة عن مبدأ الاستحقاق. وبالرجوع إلى جدول التدفقات النقدية لمجمع صيدال لسنة 2023، يتضح أن صافي التدفق النقدي التشغيلي سجل قيمة سالبة بلغت 1,040,013,165- دج، مقارنة بقيمة أكثر سلبية في سنة 2022 بلغت 1,809,810,612- دج، وهو ما يشير إلى تحسن نسبي في الأداء النقدي رغم استمرار العجز.

إن هذا التطور يعكس من جهة تحسن النشاط التجاري للمجمع، ومن جهة أخرى استمرار وجود اختلال في تحويل الإيرادات إلى سيولة فعلية. فقد ارتفعت التحصيلات من الزبائن بشكل ملحوظ من 11.83 مليار دج سنة 2022 إلى 18.35 مليار دج سنة 2023، وهو ما يدل على توسع في حجم المبيعات وتحسن في القدرة على التسويق. غير أن هذا التحسن لم يكن كافيا لتحقيق تدفق نقدي موجب، بسبب الارتفاع الكبير في المدفوعات التشغيلية، حيث بلغت المدفوعات للموردين والعمال 18.88- مليار دج سنة 2023 مقارنة بـ 13.17 مليار دج سنة 2022، وهو ما يعكس زيادة في التكاليف التشغيلية المرتبطة بتوسيع النشاط.

كما شهدت الأعباء المالية ارتفاعا ملحوظا، حيث ارتفعت الفوائد المدفوعة من 298- مليون دج إلى حوالي 503- مليون دج، مما يعكس زيادة في الاعتماد على التمويل أو ارتفاع تكلفة الدين. وفي المقابل، سجلت التدفقات الاستثنائية تحسنا نسبيا، حيث انخفضت من 1.81- مليار دج إلى 1.04- مليار دج، وهو ما ساهم في تقليص العجز الإجمالي.

ويظهر هذا الوضع بوضوح أن مجمع صيدال يحقق نموا في النشاط، إلا أن هذا النمو يرافقه ضغط كبير على السيولة التشغيلية، ويرتبط ذلك أساسا بزيادة الحاجة إلى تمويل رأس المال العامل، خاصة في ظل ارتفاع المخزونات أو تأخر تحصيل الذمم المدينة. وهذا ما يؤكد أن الأرباح المحققة لا تنعكس بشكل مباشر في شكل تدفقات نقدية، وهو ما يطرح إشكالية جودة الأرباح.

وعليه، يمكن القول إن الأداء التشغيلي للمجمع خلال سنة 2023 يتميز بازدواجية واضحة، حيث يجمع بين تحسن النشاط التجاري من جهة، واستمرار ضعف السيولة التشغيلية من جهة أخرى، وهو ما يستدعي ضرورة تحسين إدارة رأس المال العامل وتعزيز كفاءة التحصيل وترشيد التكاليف التشغيلية.

#### الجدول رقم (03-02) يوضح تحليل التدفقات النقدية التشغيلية لمجمع صيدال (2022-2023)

المؤشر	سنة 2023	سنة 2022	التغير	القراءة التحليلية
التدفق النقدي التشغيلي (OCF)	1.04-مليار دج	1.81-مليار دج	تحسن نسبي	استمرار العجز رغم التحسن
التحصيلات من الزبائن	18.35مليار دج	11.83مليار دج	↑ ارتفاع كبير	توسع النشاط وتحسن المبيعات
المدفوعات التشغيلية	18.88مليار دج	13.17مليار دج	↑ ارتفاع	زيادة التكاليف التشغيلية
الفوائد المدفوعة	503مليون دج	298مليون دج	↑ ارتفاع	زيادة عبء التمويل
التدفقات الاستثنائية	1.04مليار دج	1.81مليار دج	تحسن	تقليص أثر العمليات غير العادية

المصدر: إعداد الطالب بالاعتماد على التقرير المالي السنوي، صيدال، 2023.

يتضح من خلال الجدول رقم (03-02) أن مجمع صيدال سجل تحسنا نسبيا في التدفق النقدي التشغيلي خلال سنة 2023 مقارنة بسنة 2022، غير أنه ظل في المنطقة السالبة، مما يعكس استمرار الضغط على السيولة. ويعود ذلك إلى ارتفاع المدفوعات التشغيلية بوتيرة أكبر من التحصيلات، رغم النمو الملحوظ في رقم الأعمال. كما ساهمت زيادة الأعباء المالية في تعميق هذا الضغط، في حين ساعد تحسن التدفقات الاستثنائية على تقليص العجز. وعليه، فإن المؤسسة تحقق نموا في النشاط، إلا أن هذا النمو لا يترجم إلى سيولة فعلية، وهو ما يبرز وجود اختلال في إدارة رأس المال العامل ويطرح إشكالية جودة الأرباح.

#### المطلب الثاني: تحليل التدفقات النقدية الاستثمارية

تعكس التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة الاستثمارية توجهات المؤسسة في مجال توظيف الموارد وتوسيع القاعدة الإنتاجية، كما تعبر عن استراتيجيتها في تحقيق النمو على المدى الطويل. وقد سجل مجمع صيدال خلال سنة 2023 تدفقا نقديا استثماريا موجبا بلغ 262,160,020 دج، مقارنة بتدفق موجب أكبر في سنة 2022 بلغ 574,196,020 دج.

ورغم أن التدفقات الاستثمارية تكون في العادة سالبة نتيجة الإنفاق على اقتناء الأصول، فإن تسجيل تدفق موجب في هذه الحالة يرجع إلى عمليات التنازل عن الأصول المالية، حيث بلغت مداخيل بيع الاستثمارات المالية حوالي 1مليار دج في كل من سنتي 2022 و2023. ويعكس ذلك لجوء المؤسسة إلى تسهيل جزء من أصولها المالية من أجل دعم السيولة.

في المقابل، ارتفعت الاستثمارات في الأصول الثابتة من 511مليون دج سنة 2022 إلى 680مليون دج سنة 2023، وهو ما يدل على توجه واضح نحو تعزيز القدرات الإنتاجية، خاصة في ظل المشاريع الجديدة

التي تبناها المجمع. ويعكس هذا التوجه استراتيجية توسعية تهدف إلى تحسين القدرة التنافسية للمؤسسة على المدى الطويل.

كما شهدت الإيرادات المالية تراجعاً، حيث انخفضت الفوائد المحصلة من 83 مليون دج إلى 46 مليون دج، وهو ما يعكس انخفاض العوائد من الاستثمارات المالية، وربما إعادة توجيه هذه الاستثمارات نحو النشاط الإنتاجي. كما تراجعت توزيعات الأرباح المستلمة بشكل كبير، مما يعزز هذا الاتجاه. ويشير هذا الوضع إلى أن مجمع صيدال يعيش مرحلة انتقالية في سياسته الاستثمارية، حيث يسعى إلى التحول من الاعتماد على الاستثمارات المالية إلى التركيز على الاستثمار الإنتاجي. غير أن هذا التحول يتم تدريجياً، مع الاستمرار في تسهيل بعض الأصول لدعم السيولة، وهو ما يعكس نوعاً من التوازن بين متطلبات النمو وضغوط السيولة.

وعليه، يمكن القول إن السياسة الاستثمارية للمجمع خلال سنة 2023 تتسم بالديناميكية، حيث تجمع بين التوسع الإنتاجي وإعادة هيكلة الأصول، وهو ما يعزز من قدرته على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية، رغم ما قد يترتب عنه من ضغوط قصيرة الأجل على السيولة.

#### الجدول رقم (04-02) يوضح تحليل التدفقات النقدية الاستثمارية لمجمع صيدال (2022-2023)

المؤشر	سنة 2023	سنة 2022	التغير	القراءة التحليلية
التدفق النقدي الاستثماري	262 مليون دج	574 مليون دج	↓ انخفاض	تراجع الفائض الاستثماري
بيع الأصول المالية	1 ~ مليار دج	1 ~ مليار دج	ثابت	مصدر رئيسي للسيولة
الاستثمار في الأصول الثابتة	680 مليون دج	511 مليون دج	↑ ارتفاع	توسع في القدرات الإنتاجية
الفوائد المحصلة	46 مليون دج	83 مليون دج	↓ انخفاض	تراجع العوائد المالية
توزيعات الأرباح المستلمة	منخفضة جداً	مرتفعة نسبياً	↓ انخفاض	تقليص الاعتماد على الاستثمارات المالية

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على التقرير المالي السنوي، صيدال، 2023.

من خلال الجدول رقم (04-02) يتضح أن التدفقات النقدية الاستثمارية لمجمع صيدال بقيت موجبة خلال سنتي 2022 و2023، إلا أنها سجلت تراجعاً في سنة 2023، وهو ما يعكس انخفاض الفائض الناتج عن النشاط الاستثماري. ويرجع ذلك أساساً إلى استمرار الاعتماد على مداخيل بيع الأصول المالية كمصدر رئيسي للسيولة، في مقابل ارتفاع الاستثمارات الموجهة نحو الأصول الثابتة، مما يدل على توجه واضح نحو تعزيز القاعدة الإنتاجية. كما يعكس تراجع الإيرادات المالية، سواء من الفوائد أو توزيعات الأرباح، تحولاً تدريجياً في السياسة الاستثمارية نحو النشاط الإنتاجي بدل المالي. وعليه، يمكن القول إن المجمع يعيش مرحلة انتقالية في استراتيجيته الاستثمارية، تجمع بين التوسع الإنتاجي من جهة، وإعادة هيكلة الأصول لدعم السيولة من جهة أخرى.

## المطلب الثالث: تحليل التدفقات النقدية التمويلية

تمثل التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التمويلية انعكاسا مباشرا لسياسة المؤسسة في تمويل نشاطها، سواء من خلال الاقتراض أو الاعتماد على الموارد الذاتية. وقد سجل مجمع صيدال خلال سنة 2023 تدفقا نقديا تمويليا سالبا بلغ 66,878,501-دج، مقارنة بتدفق سلبي أكبر في سنة 2022 بلغ 191,721,603-دج، وهو ما يعكس تحسنا في التوازن التمويلي.

ويظهر تحليل مكونات هذا التدفق أن المؤسسة قامت بالحصول على قروض جديدة بقيمة 193 مليون دج سنة 2023، مقابل 452 مليون دج سنة 2022، وهو ما يدل على تراجع الاعتماد على التمويل الخارجي. وفي المقابل، قامت بتسديد ديون بقيمة 256 مليون دج مقارنة بـ 540 مليون دج في السنة السابقة، وهو ما يعكس توجهها نحو تقليص المديونية.

أما توزيعات الأرباح فقد شهدت انخفاضا كبيرا، حيث لم تتجاوز 4.33 مليون دج سنة 2023، مقارنة بـ 103 مليون دج سنة 2022، وهو ما يدل على تبني سياسة احتفاظ بالأرباح، بهدف دعم الاستثمار وتعزيز الوضع المالي للمؤسسة.

ويعكس هذا التوجه استراتيجية تمويلية محافظة، تقوم على تحقيق التوازن بين مصادر التمويل المختلفة، مع إعطاء الأولوية للاستقرار المالي وتقليل المخاطر المرتبطة بالديون. كما يشير إلى أن المؤسسة تفضل إعادة استثمار أرباحها بدل توزيعها، وهو ما يتماشى مع مرحلة النمو التي تمر بها.

وعند ربط هذا التحليل مع باقي التدفقات، يتضح أن صيدال تعتمد بشكل متزايد على التمويل الذاتي، مع تقليل الاعتماد على القروض، وهو ما يعزز من استقلاليتها المالية. غير أن استمرار ضعف التدفقات التشغيلية قد يشكل تحديا أمام هذه السياسة، خاصة إذا استمر الضغط على السيولة.

وفي المجمل، يمكن القول إن السياسة التمويلية للمجمع خلال سنة 2023 تتسم بالحذر والتوازن، حيث تسعى المؤسسة إلى تقليص المديونية وتعزيز التمويل الداخلي، مع الحفاظ على القدرة على تمويل استثماراتها، وهو ما يساهم في تحقيق استقرار مالي مستدام.

## الجدول رقم (02-05) يوضح تحليل التدفقات النقدية التمويلية لمجمع صيدال (2022-2023)

المؤشر	سنة 2023	سنة 2022	التغير	القراءة التحليلية
التدفق النقدي التمويلي	66.9-مليون دج	191.7-مليون دج	↑تحسن	تقليص العجز التمويلي
القروض المحصلة	193 مليون دج	452 مليون دج	↓انخفاض	تراجع الاعتماد على التمويل الخارجي
تسديد الديون	256 مليون دج	540 مليون دج	↓انخفاض	استمرار سياسة تخفيض المديونية
توزيعات الأرباح	4.33 مليون دج	103 مليون دج	↓انخفاض كبير	اعتماد سياسة احتفاظ بالأرباح

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على التقرير المالي السنوي، صيدال، 2023.

يتضح من خلال الجدول رقم (02-05) أن التدفقات النقدية التمويلية لمجمع صيدال سجلت تحسنا ملحوظا خلال سنة 2023 مقارنة بسنة 2022، حيث تقلص العجز التمويلي بشكل واضح. ويعود ذلك أساسا إلى انخفاض حجم القروض الجديدة، مما يعكس تراجع الاعتماد على التمويل الخارجي، إلى جانب استمرار المؤسسة في تسديد جزء من ديونها، وهو ما يدل على توجه نحو تقليص المديونية. كما شهدت توزيعات الأرباح انخفاضا كبيرا، ما يعكس تبني سياسة احتفاظ بالأرباح بهدف دعم الاستثمار وتعزيز الوضع المالي. وعليه، يمكن القول إن صيدال تتبع سياسة تمويلية محافظة ومتوازنة، تقوم على تعزيز التمويل الذاتي وتقليل المخاطر المرتبطة بالديون، رغم أن استمرار ضعف التدفقات التشغيلية قد يشكل تحديا أمام استدامة هذه السياسة.

في ضوء ما سبق، يظهر تحليل التدفقات النقدية لمجمع صيدال لسنة 2023 تحسنا نسبيا مقارنة بسنة 2022، رغم استمرار بعض الاختلالات الهيكلية. فقد سجلت التدفقات التشغيلية عجزا، ما يعكس ضعف قدرة النشاط الأساسي على توليد السيولة رغم نمو رقم الأعمال، وهو ما يشير إلى ضغط على رأس المال العامل. في المقابل، عكست التدفقات الاستثمارية توجهها نحو دعم القاعدة الإنتاجية، مع الاعتماد الجزئي على تسهيل الأصول المالية لتغطية الاحتياجات النقدية. أما التدفقات التمويلية فقد أظهرت سياسة متحفظة تقوم على تقليص المديونية وتعزيز التمويل الذاتي. وبشكل عام، تعكس هذه النتائج وضعية مالية انتقالية، تجمع بين التوسع والاستقرار، وتؤكد أهمية الاعتماد على التدفقات النقدية كمؤشر أكثر دقة لتقييم الأداء المالي وعلاقته بالقيمة السوقية.

### المبحث الثالث: تحليل القيمة السوقية لمجمع صيدال

يمثل تحليل القيمة السوقية امتدادا طبيعيا للتحليل المالي القائم على التدفقات النقدية، إذ لا يقتصر تقييم المؤسسة على أدائها المحاسبي أو النقدي الداخلي، بل يتعداه إلى كيفية استجابة السوق المالي لهذه المؤشرات. وفي هذا السياق، تكتسي مؤشرات التدفقات النقدية أهمية خاصة، باعتبارها تعكس القدرة الحقيقية للمؤسسة على توليد السيولة، وهو ما يشكل عاملا حاسما في قرارات المستثمرين وتقييمهم للأسهم. وبالرجوع إلى نتائج المبحث الثاني، يتضح أن مجمع صيدال سجل خلال سنة 2023 تدفقات نقدية تشغيلية سالبة، إلى جانب ضعف في مؤشرات جودة الأرباح والتدفق النقدي الحر، وهو ما يعكس وجود فجوة بين الأداء المحاسبي والأداء النقدي. ومن الناحية النظرية، فإن مثل هذه المؤشرات يفترض أن تؤثر سلبا على القيمة السوقية، نظرا لأن المستثمرين يولون أهمية كبيرة لقدرة المؤسسة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية. غير أن الواقع العملي، قد يظهر تباينا في هذه العلاقة، حيث قد لا تعكس الأسعار السوقية بشكل دقيق المعلومات النقدية، وهو ما أكدته العديد من الدراسات السابقة التي توصلت إلى ضعف أو غياب العلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية.

وعليه، يهدف المبحث الثالث إلى تحليل القيمة السوقية لمجمع صيدال لسنة 2023، ومحاولة تفسير سلوكها في ضوء مؤشرات التدفقات النقدية، من خلال دراسة تطور سعر السهم، وحجم التداول، والقيمة السوقية، بما يسمح باختبار مدى استجابة السوق المالي للمعلومات النقدية، وتحديد طبيعة العلاقة بين الأداء المالي الحقيقي والتقييم السوقي للمؤسسة.

#### المطلب الأول: مؤشرات التدفقات النقدية لمجمع صيدال

يوجد مجموعة من المؤشرات ولكن حسب وفرة المعلومات في التقرير السنوي المنشور سيتم التركيز على المؤشرات التالية:

##### 1. مؤشر التدفق النقدي التشغيلي إلى المبيعات

يعكس قدرة المؤسسة على تحويل مبيعاتها إلى سيولة نقدية فعلية.

$$OCF Ratio = \frac{\text{التدفق النقدي التشغيلي}}{\text{رقم الأعمال}}$$

$$= \frac{-1,040,013,165}{18,261,833,000} \approx -0.057$$

##### التفسير:

النسبة سالبة (-5.7%)، ما يدل على أن كل 1 دينار مبيعات يولد عجزا نقديا بدل سيولة، وهو مؤشر سلبي يعكس ضعف جودة الأرباح.

##### 2. مؤشر التدفق النقدي التشغيلي إلى الالتزامات القصيرة الأجل

يقيس قدرة المؤسسة على تغطية ديونها قصيرة الأجل من نشاطها.

(بافتراض التزامات تقريبية من هيكل الميزانية)

$$OCF / CL \approx \text{سالب}$$

التفسير:

القيمة السالبة تعني أن المؤسسة غير قادرة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل من نشاطها التشغيلي، وتعتمد على التمويل الخارجي أو مصادر أخرى.

### 3. مؤشر جودة الأرباح (Cash Flow to Net Income)

يقارن بين التدفق النقدي والربح المحاسبي.

$$= \frac{-1,040,013,165}{1,735,846,851} \approx -0.60$$

التفسير:

القيمة السالبة تعني أن الأرباح المحققة غير مدعومة نقدياً، وهو مؤشر واضح على ضعف جودة الأرباح.

### 4. مؤشر التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow)

$$FCF = OCF - CAPEX$$

$$= -1,040,013,165 - 680,911,854 = -1,720,925,019$$

التفسير:

التدفق الحر سلبي، ما يعني أن المؤسسة:

- غير قادرة على تمويل استثماراتها ذاتياً
- تحتاج إلى تمويل خارجي

### 5. مؤشر تغطية الفوائد النقدية

$$= \frac{OCF}{\text{الفوائد المدفوعة}} = \frac{-1,040,013,165}{503,792,412} \approx -2.06$$

التفسير: قيمة سالبة تعني:

- عدم قدرة النشاط على تغطية الفوائد
- ارتفاع المخاطر التمويلية

## 6. مؤشر التدفق النقدي إلى إجمالي الديون

$$= \frac{OCF}{\text{الديون}} = \frac{-1.04 \text{ مليار}}{14.44 \text{ مليار}} \approx -0.07$$

التفسير: القيمة السالبة تعني:

- ضعف القدرة على سداد الديون
- اعتماد على مصادر تمويل أخرى

## 7. مؤشر التدفق النقدي الاستثماري إلى الإجمالي

$$= \frac{262,160,020}{|\text{إجمالي التدفقات}|} \approx \text{موجب}$$

التفسير: التدفق الاستثماري الموجب غير طبيعي نسبيا، ويعكس:

- بيع أصول وليس توسع صافي فقط

## الجدول رقم (06-02) يوضح مؤشرات التدفقات النقدية لمجمع صيدال (2023)

المؤشر	القيمة	القراءة التحليلية
التدفق النقدي التشغيلي إلى المبيعات (OCF Ratio)	-0.057	يدل على أن كل 1 دج من المبيعات يولد عجزا نقديا، ما يعكس ضعف تحويل الإيرادات إلى سيولة
التدفق النقدي التشغيلي إلى الالتزامات القصيرة	سالب	عدم قدرة المؤسسة على تغطية ديونها قصيرة الأجل من نشاطها
مؤشر جودة الأرباح	-0.60	الأرباح غير مدعومة نقديا، ما يدل على ضعف جودة الأرباح
التدفق النقدي الحر (FCF)	-1.72 مليار دج	عدم قدرة المؤسسة على تمويل استثماراتها ذاتيا
تغطية الفوائد النقدية	-2.06	النشاط غير قادر على تغطية تكاليف التمويل، ما يزيد المخاطر
التدفق النقدي إلى إجمالي الديون	-0.07	ضعف القدرة على سداد الديون من النشاط
التدفق النقدي الاستثماري	موجب	يعكس بيع أصول مالية وليس توسعا استثماريا صافيا

## المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على ما سبق

## التحليل العام للمؤشرات

من خلال الجدول رقم (06-02) يظهر تحليل مؤشرات التدفقات النقدية لمجمع صيدال لسنة 2023، يتضح أن الأداء المالي للمؤسسة يعكس وضعية مركبة تجمع بين النمو من جهة والضغط على السيولة من جهة أخرى. فقد أظهرت التدفقات النقدية التشغيلية عجزا واضحا، وهو ما يدل على ضعف قدرة النشاط الأساسي على توليد سيولة كافية لتغطية النفقات الجارية، رغم تحقيق نتائج محاسبية إيجابية. ويعكس هذا الوضع انخفاض جودة الأرباح، حيث لا تتحول الأرباح المحققة إلى تدفقات نقدية فعلية، مما يطرح تساؤلات حول كفاءة إدارة رأس المال العامل. في المقابل، تشير المؤشرات إلى أن المؤسسة تمر بمرحلة استثمار وتوسع، وهو ما يفسر ارتفاع النفقات الرأسمالية وتوجيه الموارد نحو دعم القدرات الإنتاجية. غير أن هذا التوجه

الاستثماري لم يكن ممولا بالكامل من التدفقات التشغيلية، مما دفع المؤسسة إلى اللجوء جزئيا إلى بيع بعض الأصول المالية من أجل توفير السيولة، إضافة إلى الاعتماد على مصادر تمويل خارجية. وعليه، يمكن القول إن صيدال تعيش مرحلة انتقالية تتطلب تحقيق توازن أفضل بين النمو والسيولة.

### المطلب الثاني: ارتباط التدفقات النقدية بالقيمة السوقية

تعد العلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية من أهم الإشكاليات في التحليل المالي الحديث، إذ تمثل التدفقات النقدية مؤشرا حقيقيا لقدرة المؤسسة على توليد السيولة، في حين تعكس القيمة السوقية تقييم المستثمرين لأدائها الحالي وتوقعاتهم المستقبلية. ومن هذا المنطلق، فإن دراسة هذه العلاقة في حالة مجمع صيدال لسنة 2023 تكتسي أهمية خاصة، خاصة في ظل التباين المسجل بين الأداء النقدي والأداء المحاسبي.

بالرجوع إلى نتائج المبحث الثاني، يتضح أن مجمع صيدال سجل تدفقات نقدية تشغيلية سالبة خلال سنة 2023، رغم تحقيقه لنتيجة صافية موجبة، وهو ما يعكس ضعفا في جودة الأرباح وعدم قدرتها على التحول إلى سيولة فعلية. كما أظهرت مؤشرات التدفق النقدي الحر عجزا واضحا، نتيجة ارتفاع الاستثمارات مقارنة بالتدفقات التشغيلية، إضافة إلى اعتماد المؤسسة جزئيا على تسييل الأصول والتمويل الخارجي لتغطية احتياجاتها النقدية. ومن الناحية النظرية، فإن مثل هذه المؤشرات يفترض أن تؤثر سلبا على القيمة السوقية، نظرا لأن المستثمرين يميلون إلى تقييم المؤسسات بناء على قدرتها على توليد تدفقات نقدية مستقبلية مستقرة. غير أن تحليل المعطيات السوقية لمجمع صيدال يكشف عن صورة مختلفة نسبيا، حيث شهد سعر السهم انخفاضا طفيفا خلال سنة 2023 (من 530 دج إلى 500 دج)، دون أن يعكس بشكل حاد التدهور النسبي في التدفقات النقدية التشغيلية. كما أن ضعف حجم التداول وقلة السيولة في السوق يعكسان محدودية تفاعل المستثمرين مع المعلومات المالية، وهو ما يشير إلى أن السوق المالية الجزائرية لا تعكس بشكل كامل وفوري المؤشرات النقدية للمؤسسات المدرجة.

ويفسر هذا التباين بعدة عوامل، من أبرزها ضعف كفاءة السوق المالية، وقلة عدد المستثمرين النشطين، إضافة إلى محدودية التحليل المالي المعتمد على التدفقات النقدية مقارنة بالتركيز التقليدي على الأرباح المحاسبية. كما أن طبيعة مجمع صيدال كمؤسسة ذات طابع استراتيجي قد تجعل تقييمها السوقي أقل حساسية للتقلبات قصيرة الأجل في السيولة، وأكثر ارتباطا بتوقعات الدولة ودورها في القطاع الصحي.

وعليه، يمكن القول إن العلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية في حالة صيدال لسنة 2023 هي علاقة ضعيفة أو غير مباشرة، حيث لا تعكس القيمة السوقية بشكل دقيق الأداء النقدي الحقيقي للمؤسسة. وتندرج هذه النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات التطبيقية في الأسواق الناشئة، والتي أكدت غياب علاقة معنوية بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية، نتيجة ضعف كفاءة الأسواق المالية واعتماد المستثمرين على مؤشرات تقليدية أخرى.

وفي ضوء ذلك، يبرز أن تحسين شفافية المعلومات المالية وتعزيز الوعي بأهمية التدفقات النقدية لدى المستثمرين يعدان عاملين أساسيين لتقوية العلاقة بين الأداء المالي الحقيقي والتقييم السوقي، بما يساهم في رفع كفاءة السوق المالية وتحقيق تسعير أكثر عدالة للأسهم.

### المطلب الثالث: اختبار الفرضيات

وفيما يلي سيتم اختبار فرضيات الدراسة بناء على الفصل التطبيقي:

#### الفرضية الرئيسية:

تنص الفرضية الرئيسية على وجود علاقة بين مؤشرات التدفقات النقدية والقيمة السوقية لمجمع صيدال، مع احتمال أن تكون هذه العلاقة ضعيفة أو غير مباشرة في ظل خصائص السوق المالية الجزائرية. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن التغيرات في التدفقات النقدية، خاصة التشغيلية، لم تنعكس بشكل واضح على سعر السهم أو القيمة السوقية، حيث ظل الأداء السوقي شبه مستقر رغم وجود اختلالات نقدية. وعليه، يمكن القول إن هذه الفرضية قد تم تأكيدها، حيث تبين أن العلاقة موجودة نظريا لكنها ضعيفة من الناحية التطبيقية.

#### الفرضية الفرعية الأولى:

تفترض هذه الفرضية وجود علاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة السوقية لمجمع صيدال، إلا أن هذه العلاقة قد لا تكون معنوية بشكل واضح. وقد بينت نتائج التحليل أن المؤسسة سجلت تدفقات تشغيلية سالبة خلال سنة 2023، دون أن يقابل ذلك تراجع حاد في سعر السهم، مما يدل على أن السوق لم يتفاعل بشكل مباشر مع هذه المؤشرات النقدية. وبالتالي، تم تأكيد هذه الفرضية، حيث اتضح أن العلاقة بين التدفقات التشغيلية والقيمة السوقية محدودة التأثير في الواقع.

#### الفرضية الفرعية الثانية:

تنص هذه الفرضية على أن التغيرات في التدفقات النقدية الاستثمارية تؤثر على تقييم المؤسسة على المدى الطويل، دون أن ينعكس ذلك بشكل مباشر على القيمة السوقية في الأجل القصير. وقد أظهرت الدراسة أن مجمع صيدال تبني سياسة استثمارية توسعية، إلا أن هذا التوجه لم يكن له أثر فوري على سعر السهم، وهو ما يؤكد أن السوق لا يستجيب بشكل سريع لهذه التغيرات. وعليه، تم تأكيد هذه الفرضية، حيث يظهر أن أثر الاستثمار يتجلى على المدى الطويل أكثر من الأجل القصير.

#### الفرضية الفرعية الثالثة:

تفترض هذه الفرضية أن سياسة التمويل النقدي لمجمع صيدال لها أثر محدود على القيمة السوقية، خاصة في ظل ضعف نشاط السوق المالية. وقد بين التحليل أن المؤسسة اعتمدت سياسة تمويلية متحفظة، تمثلت في تقليص الاعتماد على القروض وتعزيز التمويل الذاتي، إلا أن هذه التغيرات لم يكن لها تأثير ملموس

على سعر السهم. وعليه، تم تأكيد هذه الفرضية، حيث تبين أن تأثير السياسة التمويلية على القيمة السوقية يبقى ضعيفا في ظل محدودية كفاءة السوق.

يتضح من خلال اختبار الفرضيات السابقة أن العلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية لمجمع صيدال موجودة من الناحية النظرية، إلا أنها ضعيفة التطبيق في الواقع. فقد أظهرت النتائج أن التدفقات التشغيلية والاستثمارية والتمويلية لم تنعكس بشكل واضح على سعر السهم، وهو ما يؤكد محدودية استجابة السوق المالية الجزائرية للمؤشرات النقدية. وعليه، فإن ضعف كفاءة السوق يعد العامل الرئيسي في تفسير هذا التباين بين الأداء المالي والتقييم السوقي.

## خلاصة الفصل:

في ضوء ما تم عرضه في الجانب التطبيقي لهذه الدراسة، والذي شمل تقديمًا عامًا لمجمع صيدال ثم تحليلًا ماليًا قائمًا على التدفقات النقدية وصولًا إلى دراسة العلاقة بين هذه التدفقات والقيمة السوقية، يمكن استخلاص مجموعة من النتائج التي تعكس الوضعية الحقيقية للمؤسسة محل الدراسة. في البداية، أظهر المبحث الأول أن مجمع صيدال يعد من أهم الفاعلين في الصناعة الصيدلانية الجزائرية، حيث يتمتع بمكانة استراتيجية في السوق من حيث الإنتاج والتغطية، إضافة إلى توجهه نحو التوسع والاستثمار في مجالات دوائية متقدمة. كما بين التحليل أن المجمع عرف خلال سنة 2023 تحسناً ملحوظاً في أدائه المحاسبي، من خلال ارتفاع رقم الأعمال وتحقيق أرباح صافية بعد تسجيل خسائر في السنة السابقة، وهو ما يعكس ديناميكية إيجابية على مستوى النشاط.

غير أن الانتقال إلى المبحث الثاني، المتعلق بتحليل التدفقات النقدية، كشف عن جانب أكثر عمقا ودقة في تقييم الأداء، حيث أظهرت النتائج أن التدفقات النقدية التشغيلية بقيت سالبة رغم تحسن النتائج المحاسبية، وهو ما يدل على وجود فجوة بين الربحية والسيولة. وقد تم تفسير هذا الوضع بارتفاع التكاليف التشغيلية وزيادة الحاجة إلى تمويل رأس المال العامل، خاصة في ظل توسع النشاط. كما أظهرت التدفقات الاستثمارية توجهها واضحاً نحو دعم القاعدة الإنتاجية، مقابل اعتماد جزئي على بيع الأصول المالية لتغطية الاحتياجات النقدية، في حين عكست التدفقات التمويلية سياسة متحفظة تقوم على تقليص المديونية وتعزيز التمويل الذاتي. أما فيما يتعلق بالمؤشرات المالية المستخرجة من التدفقات النقدية، فقد أكدت ضعف جودة الأرباح وعدم قدرة المؤسسة على تمويل استثماراتها ذاتياً، مما يعكس مرحلة انتقالية تجمع بين التوسع والنمو من جهة، والضغط على السيولة من جهة أخرى. وهو ما يبرز أهمية الاعتماد على التحليل النقدي بدل الاقتصار على المؤشرات المحاسبية التقليدية.

وفي المطلب الأخير، تم ربط هذه النتائج بالقيمة السوقية لمجمع صيدال، حيث تبين أن السوق لم يتفاعل بشكل قوي مع ضعف التدفقات النقدية، إذ شهد سعر السهم تراجعاً طفيفاً فقط، وهو ما يشير إلى ضعف كفاءة السوق المالية وعدم اعتماد المستثمرين بشكل كافٍ على المعلومات النقدية في تقييمهم للمؤسسة. وتندرج هذه النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات التطبيقية في الأسواق الناشئة، التي تؤكد أن العلاقة بين التدفقات النقدية والقيمة السوقية قد تكون ضعيفة أو غير مباشرة.

وعليه، يمكن القول إن هذه الدراسة أثبتت أن التدفقات النقدية تمثل أداة أكثر دقة في تقييم الأداء المالي الحقيقي للمؤسسة، وأن تجاهلها قد يؤدي إلى تقييم غير موضوعي للقيمة السوقية. كما أبرزت أهمية تطوير السوق المالية وتعزيز وعي المستثمرين بأهمية المعلومات النقدية، بما يساهم في تحسين كفاءة التسعير وتحقيق توافق أكبر بين الأداء المالي والتقييم السوقية.

الخاتمة

تعد التدفقات النقدية من أهم الأدوات الحديثة في التحليل المالي، لما توفره من معلومات دقيقة حول القدرة الحقيقية للمؤسسة على توليد السيولة، بعيدا عن القيود التي تفرضها المعالجة المحاسبية القائمة على أساس الاستحقاق. فبينما تعكس الأرباح المحاسبية نتيجة النشاط وفقا لمبادئ محاسبية قد تتضمن تقديرات واجتهادات، تمثل التدفقات النقدية مؤشرا مباشرا على الكفاءة التشغيلية والقدرة على التمويل الذاتي، وهو ما يجعلها ذات أهمية خاصة لدى المستثمرين والمحللين الماليين في تقييم الأداء المالي والقيمة السوقية للمؤسسات. وفي هذا الإطار، جاءت هذه الدراسة لمعالجة موضوع أثر التحليل المالي باستخدام التدفقات النقدية على القيمة السوقية، من خلال تطبيقها على مجمع صيدال، باعتباره أحد أهم الفاعلين في الصناعة الصيدلانية الجزائرية، وإحدى المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر. وقد اعتمدت الدراسة على مقارنة تجمع بين الجانب النظري، الذي تناول المفاهيم الأساسية للتدفقات النقدية وأهميتها وعلاقتها بالقيمة السوقية، والجانب التطبيقي، الذي ركز على تحليل البيانات المالية الفعلية للمجمع لسنة 2023، مع إجراء مقارنة بسنة 2022. وقد تم في الجانب التطبيقي تقديم عرض عام لمجمع صيدال من حيث نشاطه، نشاطه، هيكله التنظيمي، ومكانته في السوق، ثم الانتقال إلى تحليل قائمة التدفقات النقدية وفق الأنشطة الثلاثة (التشغيلية، الاستثمارية، والتمويلية)، واستخراج مجموعة من المؤشرات النقدية التي تعكس جودة الأداء المالي. كما تم ربط هذه المؤشرات بالقيمة السوقية للمجمع، من خلال تحليل تطور سعر السهم وسلوك السوق المالي. وقد أظهرت الدراسة أن الاعتماد على التدفقات النقدية في التحليل المالي يوفر رؤية أكثر واقعية حول الوضعية المالية للمؤسسة، كما كشفت عن وجود فجوة بين الأداء المحاسبي والأداء النقدي، إضافة إلى ضعف انعكاس المؤشرات النقدية على القيمة السوقية في السوق المالية الجزائرية، وهو ما يعكس محدودية كفاءة هذه السوق.

### النتائج التطبيقية

- توصلت الدراسة التطبيقية إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:
1. يتمتع مجمع صيدال بمكانة استراتيجية في القطاع الصيدلاني الجزائري، وقد سجل خلال سنة 2023 تحسنا في مؤشرات الأداء المحاسبي، خاصة من حيث رقم الأعمال والنتيجة الصافية.
  2. أظهرت قائمة التدفقات النقدية أن المؤسسة سجلت تدفقات تشغيلية سالبة رغم تحقيق أرباح، مما يعكس وجود فجوة بين الربحية والسيولة.
  3. يعود العجز في التدفقات التشغيلية أساسا إلى ارتفاع المدفوعات التشغيلية مقارنة بالتحصيلات، رغم النمو المسجل في المبيعات.
  4. تعكس التدفقات الاستثمارية توجهها واضحا نحو التوسع ودعم القدرات الإنتاجية، مع الاعتماد الجزئي على بيع الأصول المالية لتوفير السيولة.

5. تبين أن السياسة التمويلية للمجمع تتسم بالحذر، حيث تم تقليص الاعتماد على القروض والعمل على تخفيض المديونية .
6. أكدت مؤشرات التدفقات النقدية ضعف جودة الأرباح، وعدم قدرة المؤسسة على تمويل استثماراتها اعتمادا على نشاطها التشغيلي فقط .
7. أظهرت المقارنة مع سنة 2022 تحسنا نسبيا في وضعية السيولة، غير أن هذا التحسن لم يكن كافيا لتحقيق توازن نقدي .
8. تبين أن القيمة السوقية لمجمع صيدال لم تعكس بشكل دقيق وضعية التدفقات النقدية، مما يدل على ضعف كفاءة السوق المالية الجزائرية .

### التوصيات

بناء على النتائج المتوصل إليها، يمكن تقديم التوصيات التالية:

1. ضرورة تحسين إدارة رأس المال العامل داخل المؤسسة، من خلال تسريع تحصيل المستحقات، وترشيد إدارة المخزون، وضبط النفقات التشغيلية، بما يساهم في تحسين التدفقات النقدية التشغيلية .
2. أهمية اعتماد مؤشرات التدفقات النقدية بشكل أكبر في عملية التحليل المالي واتخاذ القرارات، وعدم الاكتفاء بالمؤشرات المحاسبية التقليدية .
3. تعزيز الإفصاح المالي المتعلق بالتدفقات النقدية، وتبسيط عرضها بما يسهل فهمها من طرف المستثمرين والمحللين .
4. العمل على تطوير السوق المالية الجزائرية من خلال تحسين مستوى الشفافية، وزيادة السيولة، وتعزيز الوعي الاستثماري، بما يسمح بربط أفضل بين الأداء المالي الحقيقي والقيمة السوقية للمؤسسات.

# قائمة المراجع

## أولاً: الكتب

1. العدسي، أحمد محمد، التحليل المالي وفقاً للقوائم المالية والمعايير المحاسبية الدولية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010 .
  2. حنان، رضوان حلوة، تطور الفكر المحاسبي: مدخل نظرية المحاسبة، ط1، الدار العلمية الدولية للنشر والتوزيع ودار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001 .
  3. خنفر، مؤيد راضي، والمطارنة، غسان فلاح، تحليل القوائم المالية: مدخل نظري وتطبيقي، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006 .
  4. خنفر، مؤيد راضي، والمطارنة، غسان فلاح، تحليل القوائم المالية: مدخل نظري تطبيقي، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 .
  5. شريفات، خلدون إبراهيم، إدارة وتحليل مالي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001 .
  6. محمود، مجدي سلامة، السياسات المحاسبية والتغيرات في التقديرات والأخطاء المحاسبية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، الإسكندرية، مصر، 2017 .
  7. محمد، منير شاكر، التحليل المالي: مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005 .
- ### ثانياً: الأطروحات والرسائل الجامعية
8. بلدي، مروى، استخدام أدوات التحليل المالي في تقييم أداء البنوك التجارية: دراسة عينة من البنوك التجارية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريش، الجزائر، 2024 .
  9. رضوان، باصور، دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات: حالة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في الإدارة المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018 .
  10. ريمة، يونس، محاولة تقييم اتجاهات التحليل المالي المستخدمة في شركات التأمين الجزائرية، SAA, CAAT : CAAR، أطروحة دكتوراه في الإدارة المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2021 .
  11. الصياد، هادي أحمد محمد، أهمية التحليل المالي كنظام للمعلومات في توفير المعلومات اللازمة لمتخذي القرارات المالية: دراسة ميدانية لعينة من الوحدات الاقتصادية في اليمن، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2010 .

12. شعشوع، أحمد، دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار: دراسة حالة مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2019-2000) ، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف، ميله، الجزائر، 2021 .

13. عوادي، منير، استخدام التحليل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة مؤسسة صيدال للفترة (2017-2013) ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2020 .

14. فريد، أيمن، استخدام أدوات التحليل المالي للتنبؤ بالفشل المالي: دراسة حالة عينة من مؤسسات الصناعة الميكانيكية الجزائرية خلال الفترة (2002-2000) ، رسالة ماجستير في مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013 .

15. لزهاري، زواويد، قياس أثر التغيرات في التدفقات النقدية على مستوى الأداء المالي في مؤسسات قطاع الصناعة: دراسة حالة بعض المؤسسات الجزائرية خلال الفترة (2015-2011) ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر، 2018 .

16. محمد، أبركان، أهمية تحليل التدفقات النقدية ودورها في التنبؤ بالتعثر المالي للمؤسسات: دراسة عينة من المؤسسات الناشطة في قطاع البناء والأشغال العمومية خلال الفترة (2017-2014) ، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد أكلي أولحاج، البويرة، الجزائر، 2020 .

17. محمد، بنية، القرارات المالية وفعاليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2015-2010) ، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، 2017 .

#### ثالثا: المقالات العلمية

18. BERKEM, Zoheir, "Cash Flow Statement Analysis as a Tool for Assessing Liquidity and Financial Health: Evidence from El-Aurassi Hotel (2014–2023)", *Journal of Economic and Financial Studies*, Vol. 18, 2025.

19. إسلام، هلا يلي، ونور الدين، أحمد قايد، "دور قائمة التدفقات النقدية للخزينة كإحدى مخرجات نظام المعلومات المحاسبية في تطوير الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة مؤسسة التسيير السياحي بسكرة"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 14، العدد 02، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2020 .

20. العربي، عبد الفتاح، وميلاد، عصام، "النسب المالية كأداة لتقييم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي: دراسة تطبيقية على الشركة الليبية النرويجية للأسمدة خلال الفترة 2013-2017"، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد 05، العدد 01، جامعة ليبيا، 2020 .

21. الطويل، عصام محمد، "أهمية التحليل المالي في تعزيز جودة التقارير المالية للبنوك التجارية المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة ميدانية"، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 09، العدد 02، جامعة فلسطين، 2024 .
22. بوجلال، لقم عبد الكريم، "مدى مساهمة التدفق النقدي في تحسين الأداء المالي: دراسة حالة شركة ذات الأسهم SPA المجمع صيدال"، Revue Algérienne d'Économie et Gestion، المجلد 19، العدد 02، جامعة معسكر، الجزائر، 2025 .
23. حبيب، مهند جعفر حسن، "أساليب التحليل المالي ودورها في رفع كفاءة الأداء المالي للمؤسسات العامة السودانية: دراسة تطبيقية"، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد 07، العدد 02، جامعة شندي، السودان، 2020 .
24. ديدة، عباس، "دور قائمة التدفقات النقدية في تفسير السياسات المالية للشركات: دراسة تطبيقية لشركة بيوفارم"، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 08، العدد 01، المركز الجامعي مرسلبي عبد الله، تيبازة، الجزائر، 2025 .
25. صبري، شيماء يوسف، وعبد الرحمن، نجلاء إبراهيم، "أثر التدفقات النقدية على الأداء المالي للشركات: دراسة تحليلية على قطاع الاتصالات السعودي"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد 04، العدد 13، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2020 .
26. فطيمة، عليش، ورشيد، سالمي، "دراسة تحليلية لتطور حجم التداول والقيمة السوقية للأسهم في الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2007-2016"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، المجلد 05، العدد 10، جامعة المدية، الجزائر، 2018 .
27. غلوسي، جيهان، "أثر رأس المال الفكري على القيمة السوقية: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات المدرجة ببورصة عمان خلال الفترة 2012-2019"، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، المجلد 07، العدد 02، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2023 .
28. يحي، حسين، "تحليل الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام قائمة التدفقات النقدية: دراسة تطبيقية لمؤسسة سوناطراك"، مجلة المالية والأسواق، المجلد 08، العدد 02، جامعة ابن خلدون، تيارت، الجزائر، 2021 .
- رابعا: الملتقيات العلمية
29. الملتقى الدولي الأول حول النظام المحاسبي المالي الجديد NSCF، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، القطب الجامعي الجديد الشط، الجزائر، يومي 17-18 جانفي 2010.

# قائمة الملاحق

## ملحق: مستخرج من التقرير السنوي الخاص بمجمع صيدال لسنة 2023

### 2.8. Créances sur clients (Consolidé Groupe)

Le montant des créances clients consolidé groupe s'élève à **10 672 792 Milliers de DA**, soit une hausse de **15,30 (+1 416 259 Milliers de DA)** comparativement au 31/12/2022 (**9 256 533 Milliers de DA**).

### 2.9. Dettes (Consolidé Groupe)

#### 2.9.1. Dettes à long et moyen termes

Le montant consolidé groupe du compte emprunts et dettes financières s'élève à **14 536 064 Milliers de DA**, en hausse de **+1,94% (+276 692 Milliers de DA)** par rapport au 31/12/2022 (**14 259 371 Milliers de DA**).

#### 2.9.2. Dettes à court terme

La rubrique dettes fournisseurs et comptes rattachés (**4 027 388 Milliers de DA**) enregistre une forte hausse de **22,28% (+ 733 901 Milliers de DA)** comparativement au 31/12/2022 (**3 293 487 Milliers de DA**).

### 2.10. Trésorerie1 (Consolidé Groupe)

La trésorerie du Groupe est de **1 225 884 Milliers de DA**, soit une baisse de **40,80% (844 729 Milliers de DA)** par rapport au 31/12/2022 (**2 070 613 557 Milliers de DA**).

### 2.11. Résultat Net (Consolidé Groupe)

Le résultat net consolidé du Groupe s'élève à **1 990 797 Milliers de DA** contre **- 2 987 160 Milliers de DA** au 31/12/2022 enregistrant ainsi forte hausse de **(+ 4 977 956 Milliers de DA)**, soit **(+166,65%)**.

## 2.7. Tableau des variations des capitaux (Consolidé Groupe)

UM : DA

Désignations	Capital Social	Prime d'émission	Ecart d'évaluation	Ecart de réévaluation	Réserves et résultat
<b>Solde au 31 Décembre 2021</b>	<b>2 500 000 000,00</b>			<b>5 826 908 436,21</b>	<b>14 585 659 778,83</b>
Changement de méthode comptable					
Correction d'erreurs significatives				- 995 288 552,86	
Réévaluation des Immobilisations					
Dotation de l'état réserve				477 965 961,61	
Dividendes payés					
Tantièmes					
Prime d'intéressement aux travailleurs					
Affectation résultat					- 48 694 704,82
Résultat minoritaires					- 19 038 078,20
Affectation report a nouveau					
Ecart d'équivalence				- 374 981 242,78	
Résultat net de l'exercice					- 2 987 159 711,62
<b>Solde au 31 Décembre 2022</b>	<b>2 500 000 000,00</b>			<b>4 934 604 602,18</b>	<b>11 530 767 284,19</b>
Changement de méthode comptable					
Correction d'erreurs significatives				-1 904 438 407,43	
Réévaluation des Immobilisations					
Dotation de l'état réserve					
Dividendes payés					
Tantièmes					
Prime d'intéressement aux travailleurs					
Affectation résultat					2 987 159 711,62
Résultat minoritaires					33 250 774,07
Affectation report a nouveau					
Ecart d'équivalence				- 147 669 924,51	
Résultat net de l'exercice					1 990 796 716,09
<b>Solde au 31 Décembre 2023</b>	<b>2 500 000 000,00</b>			<b>2 882 496 270,24</b>	<b>16 541 974 485,98</b>

## 2.6 des flux de trésorerie (Consolidé Groupe)

UM : DA

DESIGNATION	31/12/2023	31/12/2022
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles	0,00	0,00
Encaissement reçu des clients	18 345 416 962,63	11 834 724 189,84
sommes versées aux fournisseurs et aux personnels	-18 881 637 715,35	-13 169 777 167,90
Intérêts et autres frais financiers payés	-503 792 412,31	-298 840 820,83
Impôts sur les résultats payés	0,00	-175 916 814,00
<b>Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires</b>	<b>-1 040 013 165,03</b>	<b>-1 809 810 612,89</b>
<b>Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires (à préciser)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)</b>	<b>-1 040 013 165,03</b>	<b>-1 809 810 612,89</b>
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement	0,00	0,00
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles	-680 911 854,22	-511 403 791,05
Encaissement sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles	0,00	0,00
Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières	-102 000 000,00	0,00
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières	1 000 000 000,00	1 001 000 000,00
Intérêt encaissés sur placements financiers	44 875 000,00	83 015 000,00
Dividendes et quote-part de résultats reçus	196 875,00	1 584 811,05
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissements (B)</b>	<b>262 160 020,78</b>	<b>574 196 020,00</b>
Flux de trésorerie provenant des activités de financement	0,00	0,00
Encaissement suite à l'émission d'actions	0,00	0,00
Dividendes et autres distributions effectués	-4 350 108,50	-103 608 364,00
Encaissements provenant d'emprunts	193 762 832,20	452 482 705,31
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes et assimilées	-256 291 225,25	-540 595 944,98
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités de financements (C)</b>	<b>-66 878 501,55</b>	<b>-191 721 603,67</b>
<b>Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi-liquidité</b>	<b>2 221,21</b>	<b>-2 586,43</b>
<b>Variation de trésorerie de la période (A+B+C)</b>	<b>-844 729 424,59</b>	<b>-1 427 338 782,99</b>
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice	2 070 613 556,98	3 497 952 339,97
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice	1 225 884 132,39	2 070 613 556,98
Variation de trésorerie de la période	-844 729 424,59	-1 427 338 782,99
Rapprochement avec le résultat comptable	1 990 796 716,09	- 2 987 159 711,62
	1 146 067 291,50	1 559 820 928,63

## 2.5 Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

UM : DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2023	31/12/2022	Evolution 2023/2022
Chiffre d'affaires	19 410 065 548,95	15 518 343 549,99	25,08%
Variation stocks produits finis et en cours	1 058 796 924,81	1 916 701 144,87	-44,76%
Production immobilisée	0,00	0,00	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>20 468 862 473,76</b>	<b>17 435 044 694,86</b>	<b>17,40%</b>
Achats consommés	-11 115 868 671,92	-10 304 903 076,96	7,87%
Services extérieurs et autres consommations	-1 489 204 960,88	-1 250 061 996,09	19,13%
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-12 605 073 632,80</b>	<b>-11 554 965 073,05</b>	<b>9,09%</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>7 863 788 840,96</b>	<b>5 880 079 621,81</b>	<b>33,74%</b>
Charges de personnel	-4 483 796 798,67	-3 943 686 171,34	13,70%
Impôts, taxes et versements assimilés	-244 097 338,36	-136 922 185,18	78,27%
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>3 135 894 703,93</b>	<b>1 799 471 265,29</b>	<b>74,27%</b>
Autres produits opérationnels	70 725 663,54	111 250 981,17	-36,43%
Autres charges opérationnelles	-155 096 606,75	-157 427 854,84	-1,48%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 156 201 214,80	-4 476 289 679,29	-74,17%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	260 845 207,97	261 601 989,89	-0,29%
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 156 167 753,89</b>	<b>-2 461 393 297,78</b>	<b>187,60%</b>
Produits financiers	97 635 649,85	145 902 545,02	-33,08%
Charges financières	-352 200 587,88	-520 845 400,17	-32,38%
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-254 564 938,03</b>	<b>-374 942 855,15</b>	<b>32,11%</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>1 901 602 815,86</b>	<b>-2 836 336 152,93</b>	<b>167,04%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-25 343 390,00	-20 000,00	126616,95%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-86 553 162,91	1 525 656,79	-5773,17%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	20 898 068 995,12	17 953 800 210,94	16,40%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-18 935 256 406,35	-20 791 682 020,66	-8,93%
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 962 812 588,77</b>	<b>-2 837 881 809,72</b>	<b>169,16%</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )	0,00	0,00	/
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )	0,00	0,00	/
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>/</b>
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 962 812 588,77</b>	<b>-2 837 881 809,72</b>	<b>169,16%</b>
Résultats minoritaires	-33 267 897,77	-2 178 182,54	-1427,32%
Part dans le résultat des Sociétés mises en équivalence	61 252 025,09	-147 099 719,36	141,64%
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 990 796 716,09</b>	<b>-2 987 159 711,62</b>	<b>166,65%</b>

Désignation	Ratios 2023	Ratios 2022	Evol 2023/2022
Valeur ajoutée /Chiffre d'affaires	40,51%	37,89%	6,92%
Excédent brut d'exploitation/ Chiffre d'affaires	16,16%	11,60%	39,33%
Charges du personnel /Chiffre d'affaires	23,10%	25,41%	-9,10%
Charges du personnel/Valeur ajoutée	57,02%	67,07%	-14,99%
Résultat opérationnel /Chiffre d'affaires	11,11%	-15,86%	170,04%

## 2.4. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

PASSIF	31/12/2023	31/12/2022
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	411 677 000,00	411 677 000,00
Autres fonds propres	0,00	0,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	15 796 006 288,78	15 796 006 288,78
Ecart de réévaluation	3 055 746 033,29	3 055 720 451,96
Écart d'équivalence	1 315 412 427,53	1 463 082 352,04
Résultat Net	1 990 796 716,09	-2 987 159 711,62
Autres capitaux propres -report à nouveau	-3 996 750 489,78	-2 092 312 082,35
Intérêts minoritaires	851 608 361,63	818 357 587,56
<b>TOTAL I</b>	<b>21 924 496 337,55</b>	<b>18 965 371 886,37</b>
<b><u>PASSIF NON COURANT</u></b>		
Emprunts et dettes financières	14 536 063 678,66	14 259 371 288,67
Impôts (différés et provisionnés)	526 917,47	7 110 987,15
Autres dettes non courantes	305 136 000,00	316 872 000,00
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 443 416 318,74	1 028 540 134,63
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>	<b>16 285 142 914,87</b>	<b>15 611 894 410,45</b>
<b><u>PASSIF COURANT</u></b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	4 027 388 248,21	3 293 487 276,35
Impôts	102 166 580,93	125 547 764,68
Autres dettes	4 143 574 159,84	5 080 009 086,66
Trésorerie passif	2 835 296 362,01	1 804 489 875,23
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>11 108 425 350,99</b>	<b>10 303 534 002,92</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>49 318 064 603,41</b>	<b>44 880 800 299,74</b>

### 2.3. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

ACTIF	31/12/2023			31/12/2022
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIF NON COURANT</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
Immobilisations incorporelles	570 202 071,69	485 445 295,01	84 756 776,68	122 062 837,32
Immobilisations corporelles				
Terrains	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	4 398 481 823,42
Bâtiments	13 721 673 991,01	6 436 244 092,22	7 285 429 898,79	7 334 722 260,58
Autres immobilisations corporelles	21 793 950 051,18	15 887 057 529,85	5 906 892 521,33	5 628 621 109,75
Immobilisations en concession	305 136 000,00	0,00	305 136 000,00	316 872 000,00
Immobilisations en cours	4 880 968 650,41	0,00	4 880 968 650,41	4 410 193 665,04
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 279 647 052,62	0,00	2 279 647 052,62	2 218 965 232,68
Autres participations et créances rattachées	44 657 575,00	0,00	44 657 575,00	-108 983 412,24
Autres titres immobilisés	102 000 000,00	0,00	102 000 000,00	1 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	232 616 991,36	0,00	232 616 991,36	33 330 823,74
Impôts différés actif	324 229 113,15	0,00	324 229 113,15	244 260 019,92
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>48 795 211 883,84</b>	<b>22 808 746 917,08</b>	<b>25 986 464 966,76</b>	<b>25 740 174 924,21</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
Stocks et encours	13 074 395 567,79	4 016 416 801,12	9 057 978 766,67	6 453 249 221,43
Créances et emplois assimilés				
Clients	10 672 792 200,54	2 202 008 361,89	8 470 783 838,65	7 072 433 343,72
Autres débiteurs	1 334 889 869,65	0,00	1 334 889 869,65	1 468 499 117,14
Impôts	444 517 344,45	0,00	444 517 344,45	335 215 938,20
Autres actif courant	26 125 000,00	0,00	26 125 000,00	0,00
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	4 061 180 494,40	82 435 666,36	3 978 744 828,04	3 792 667 765,85
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>29 632 460 466,02</b>	<b>6 300 860 829,37</b>	<b>23 331 599 636,65</b>	<b>19 140 625 375,53</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>78 427 672 349,86</b>	<b>29 109 607 746,45</b>	<b>49 318 064 603,41</b>	<b>44 880 800 299,74</b>

## 2. Bilan consolidé des filiales du Groupe & Participations minoritaires

### 2.1. Définition du périmètre de consolidation

Le périmètre de consolidation intègre aussi bien les trois filiales à savoir, IBERAL à 100%, SOMEDIAL à 63.54% et ONCOPHARM filiale à 85% d'une part, et toutes les autres participations d'autres parts.

### 2.2. Choix de la méthode de consolidation

Il existe deux méthodes de consolidation, l'intégration globale et la mise en équivalence. En application de l'arrêt du 26 juillet 2008, fixant les règles d'évaluation et de comptabilisation, le contenu et la présentation des états financiers, la nomenclature et les règles de fonctionnement des comptes et les principes régissant l'annexe, il a été retenu la première méthode pour les trois filiales IBERAL, SOMEDIAL et ONCOPHARM et la mise en équivalence pour les autres participations

#### a) Intégration globale

UM : DA

DESIGNATION	CAPITAL SOCIAL		PARTICIPATION DETENUE		%
	NOMBRE D'ACTIONS	MONTANT	NOMBRE D'ACTIONS	MONTANT	
<b>1 FILIALES</b>					
IBERAL	55 276	552 760 000,00	55 276	552 750 000,00	100,000000%
SOMEDIAL	21 718	2 171 800 000,00	13 801	1 380 100 000,00	63,546367%
ENCOPHARM	5 000	150 000 000,00	4 250	127 500 000,00	85,000000%
<b>TOTAL</b>		<b>2 874 560 000,00</b>		<b>2 060 350 000,00</b>	

#### b) Mise en équivalence

UM : DA

DESIGNATION	CAPITAL SOCIAL		PARTICIPATION DETENUE		%
	NOMBRE D'ACTIONS	MONTANT	NOMBRE D'ACTIONS	MONTANT	
<b>2 AUTRES SOCIETES</b>					
TAPHCO	165 165	1 083 484 400,00	73 510	482 225 600,00	44,51%
UPJOHN SAIDAL PHARMA SPA	9 120	912 000 000,00	2 736	273 600 000,00	30,00%
W.P.S	42 620	426 200 000,00	12 786	127 860 000,00	30,00%
NOVER	288 000	288 000 000,00	12 672	12 672 000,00	4,40%
ALGERIE CLEARING	240 000	240 000 000,00	5 625	5 625 000,00	2,34%
GRP	1 400	14 000 000,00	100	1 000 000,00	7,14%
<b>TOTAL</b>		<b>2 963 684 400,00</b>		<b>902 982 600,00</b>	

#### c) Participation non intégrée dans le périmètre de consolidation (bilan non transmis)

UM : DA

DESIGNATION	CAPITAL SOCIAL		PARTICIPATION DETENUE		%
	NOMBRE D'ACTIONS	MONTANT	NOMBRE D'ACTIONS	MONTANT	
ACDIMA	9 000		37	44 667 575,00	0,411111%

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل دور التدفقات النقدية في تفسير القيمة السوقية للمؤسسات، من خلال دراسة حالة مجمع صيدال لسنة 2023. وتركز على معرفة مدى قدرة التدفقات النقدية، خاصة التشغيلية، على عكس الأداء المالي الحقيقي، ومدى انعكاس ذلك على سعر السهم في السوق المالية الجزائرية. اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، إلى جانب منهج دراسة الحالة، حيث تم استخدام أداة تحليل المحتوى لاستخراج البيانات من التقرير السنوي والقوائم المالية للمجمع. كما تم توظيف بعض مؤشرات التدفقات النقدية مثل التدفق التشغيلي والتدفق الحر لتقييم الوضعية المالية. توصلت الدراسة إلى أن صيدال حققت أرباحاً محاسبية، إلا أن التدفقات النقدية التشغيلية كانت سالبة، مما يدل على ضعف جودة الأرباح. كما تبين أن القيمة السوقية لم تعكس هذه الوضعية بشكل واضح، وهو ما يشير إلى ضعف كفاءة السوق المالية الجزائرية.

**الكلمات المفتاحية:** تدفقات نقدية، تحليل مالي، قيمة سوقية، جودة أرباح، سوق مالي جزائري.

## **Summary:**

*This study aims to analyze the role of cash flows in explaining the market value of firms, through a case study of Saidal Group for the year 2023. It focuses on assessing the ability of cash flows, particularly operating cash flows, to reflect the firm's true financial performance and their impact on stock price behavior in the Algerian financial market.*

*The study adopts a descriptive-analytical approach, along with a case study method. Content analysis is used as the main tool to extract data from the annual report and financial statements of the company. In addition, key cash flow indicators such as operating cash flow and free cash flow are employed to evaluate the firm's financial position.*

*The results show that although Saidal achieved accounting profits, its operating cash flows remained negative, indicating low earnings quality. Furthermore, the market value did not clearly reflect this situation, suggesting weak efficiency of the Algerian financial market.*

## **Keywords:**

*Cash Flows, Financial Analysis, Market Value, Earnings Quality, Algerian Financial Market.*