

تحليل الجدوى المالية للشركات المدرجة في البورصة الجزائرية باستخدام مؤشرات التدفق النقدي Analysis of the financial viability for listed companies in algerian stock exchange using cash flow indicators

د. بصير هدى

جامعة سطيف 1 (الجزائر)

houda.bassir@univ-setif.dz

تاريخ النشر: 2021/12/31

تاريخ القبول: 2020/12/11

تاريخ الاستلام: 2020/07/02

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى إظهار قدرة قائمة التدفقات النقدية في تحليل الجدوى المالية للشركات المدرجة في البورصة الجزائرية، حيث تم تقييم قدرة مصنع التعليب الجديد لروبية ومجموعة بيوفارم على البقاء ماليا للفترة 2016-2018 ، وذلك باستخدام أهم مؤشرات التدفق النقدي في مجالات السيولة والملاءة وجودة الأرباح. خلصت الدراسة إلى أن مؤشرات التدفق النقدي توفر معلومات دقيقة لاتخاذ قرارات الجدوى المالية، حيث أظهرت انخفاضا في جودة أرباح الشركتين وعدم قدرتهما على الوفاء بالالتزامات، لأنهما غير قادرتين على توليد سيولة كافية من النشاط التشغيلي، وذلك إما بسبب الخسائر المحققة والمؤدية إلى انخفاض الهامش الاجمالي للتمويل الذاتي، أو عدم التحكم في نمو احتياجات رأس المال العامل.

- الكلمات المفتاحية : تحليل الجدوى المالية: قائمة التدفقات النقدية: مؤشرات التدفق النقدي: مصنع التعليب الجديد لروبية: مجموعة بيوفارم.
- تصنيف JEL : C61؛ G31؛ M40 .

Abstract:

This research aimed to demonstrate the power of the statement of cash flow in assessing the financial viability of firms listed on the Algerian stock exchange. The survival of NCA Rouiba, and Biopharm group between 2016 and 2018 was examined using cash flow indicators as the key measures in the area of liquidity, solvency and quality of sales. Findings suggest that cash flow indicators provide accurate information for making financial viability decisions, as they showed a decrease in the quality of firm's sales and their inability to fulfil commitments, because they are unable to generate sufficient operating cash flow during the study period, due to losses achieved, or inadequate management of working capital requirement (WCR).

- **Keywords:** Financial viability analysis; Cash flow statement; Cash flow indicators; NCA Rouiba; Biopharm SPA group.
- **Jel Classification Codes :** M40; G31; C61.

1. تمهيد :

تعد قائمة التدفقات النقدية في المحاسبة المالية مكونا هاما للتقارير المالية، فإلى جانب كونها قائمة شاملة كقائمة الميزانية وقائمة الدخل، وقائمة مراقبة كقائمة تغيرات حقوق الملكية، فهي كذلك قائمة للتحليل المالي، حيث أنها تساهم فيه بتقديم معلومات إضافية ومزيدا من الأفكار حول السيولة، والربحية، والهيكل المالي للشركات، فضلا عن المعلومات الأولية المشتقة من قائمتي الدخل والميزانية، مما يوفر تشخيصا شاملا ودقيقا عن الوضعية المالية للشركة.

1.1. إشكالية الدراسة:

تتوقف جدوى الشركات واستمرار نشاطها على مدى قدرتها على تحقيق السيولة والملاءة والقدرة على خلق الأرباح التجارية، عادة ما يتم قياس ذلك باستخدام النسب الكلاسيكية التي تشتق من قوائم معدة وفقا لإجراءات المحاسبة على أساس الاستحقاق، في حين توفر نسب التدفق النقدي منظورا مختلفا لمستخدمي القوائم المالية حول القدرة المالية على البقاء، وذلك لكونها تشتق من قائمة تركز على الأساس النقدي، وعليه فإن مشكلة الدراسة تكمن في الإجابة على التساؤل التالي:

ما هو المنظور الذي توفره مؤشرات التدفق النقدي في تحليل الجدوى المالية لمصنع التعليب الجديد لروبية وشركة بيو فارم؟

2.1. فرضية البحث:

تقوم الدراسة على فرضية أساسية، وهي:

- توفر مؤشرات التدفق النقدي معلومات دقيقة عن الجدوى المالية في مصنع التعليب الجديد لروبية وشركة بيو فارم، مما يعزز من المقدرة على اتخاذ القرارات السليمة في هذا المجال.

3.1. أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية الدراسة في الأهمية الكبيرة التي توليها قائمة التدفقات النقدية والمؤشرات المشتقة منها للشركات، لما توفره من تحليل ديناميكي عن السيولة والموارد المستخدمة في الوفاء بالالتزامات، وتزيد أهمية هذا التحليل لدى الشركات المدرجة في البورصة، لما تتطلبه هذه الأخيرة من توافر الشفافية والإفصاح عن المعلومات الدقيقة التي تتعلق بأداء الشركة ومقدرتها على السداد.

4.1. أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

- إبراز دور مؤشرات التدفق النقدي في اتخاذ قرارات الجدوى المالية لشركتي روية وبيو فارم، والتي تتعلق وفق هذه الدراسة بمجالات السيولة والملاءة وجودة المبيعات؛
- إبراز أهمية صافي التدفقات النقدية التشغيلية وتأثيره على مؤشرات الدراسة؛
- تقديم رؤية واضحة ودقيقة عن الجدوى المالية للشركتين في الحدود الزمنية للدراسة، واقتراح بعض التوصيات أو الممارسات وفقا للنتائج المستخلصة.

5.1. منهج الدراسة:

تماشيا مع طبيعة الدراسة والإشكالية المطروحة، ركزت الباحثة على منهجية دراسة الحالة، حيث تم دراسة حالتين في شركتي روية وبيو فارم، وذلك لاستخدام مصادر بيانات متعددة تسمح باكتشاف المزيد من النتائج، وقد تم الاعتماد على قائمة التدفقات النقدية في جمع المعلومات واستخدام المؤشرات المشتقة منها في قياس جودة الأرباح والسيولة والملاءة المالية، وتحليل تطورها في كل شركة على حده في إطار الحدود الزمنية للدراسة.

6.1. الدراسات السابقة:

من بين الدراسات التي تطرقت إلى التحليل باستخدام مؤشرات التدفق النقدي، ما يلي:

- دراسة Ömer Faruk GÜLEÇ & Tücan BEKTAŞ (2019) "التحليل بنسب التدفق النقدي - حالة تركيا-": هدفت الدراسة إلى إظهار مساهمة قائمة التدفقات النقدية في تقييم الوضع المالي مع القوائم الأخرى، حيث تم استخدام ثمانية نسب أساسية للتدفق النقدي مع عشرة نسب تقليدية في مجالات السيولة، والربحية، والهيكل المالي، تمت التغطية لـ 107 شركة صناعية مدرجة في بورصة اسطنبول بين الفترات 2008-2017، وقد خلصت الدراسة إلى أن نسب التدفق النقدي توفر نتائج متسقة مع النسب التقليدية ورؤى أكثر حول هذه المجالات، حيث أظهرت بأن الشركات غير قادرة على توليد النقد الكافي للحفاظ على الأنشطة، وانخفاض جودة الأرباح، إلى جانب ارتفاع احتياجات التمويل الخارجي. (GÜLEÇ & BEKTAŞ, 2019)

■ دراسة دلال حطاب، ونور الدين زعبيط (2017) "تقييم الأداء المالي باستخدام نسب النقدية المشتقة من جدول تدفقات الخزينة-دراسة حالة أرسيلور ميتال بعنابة (مركب الحديد والصلب) 2012-2014": هدفت الدراسة إلى تقييم الأداء المالي للمؤسسة المذكورة من خلال تشخيص وضعيتها المالية باستخدام مؤشرات التدفق النقدي، وقد توصلت إلى نسب نقدية سالبة بسبب العجز في صافي التدفق النقدي التشغيلي، ما يفسر ضعف الأداء المالي للمؤسسة خلال فترة الدراسة (حطاب وزعبيط، 2017).

■ دراسة شذى عبد الحسين جبر، وسارة عبد المالك عبد الحميد (2017) "تحليل جودة سيولة المصارف باستخدام قائمة التدفقات النقدية": هدفت الدراسة إلى تحليل جودة سيولة المصارف عينة البحث باستخدام مؤشرات التدفق النقدي ومقارنتها مع مثيلاتها من مؤشرات السيولة الكلاسيكية، وقد تمت الدراسة على مصرف بغداد ومصرف الشرق الأوسط العراقي للاستثمار للفترة 2008-2010، وأظهرت نتائج الدراسة أهمية قائمة التدفقات النقدية في تقييم جودة السيولة لكونها توفر للجهات المستفيدة معلومات تمكنهم من تحديد قدرة المصرف على الوفاء بالتزاماته، وتحديد كفاية التدفقات النقدية للوفاء بالاحتياجات.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة هو اقتصارها على توظيف مؤشرات التدفق النقدي في مجال الجدوى المالية، وهو المجال الذي يفتقد إلى دراسة سابقة، فضلا عن توظيفها على شركتين من ضمن الشركات الكبرى والمدرجة في البورصة الجزائرية.

II. قائمة التدفقات النقدية والمؤشرات الأساسية لدراسة الجدوى المالية:

II.1. الإطار النظري لقائمة التدفقات النقدية :

II.1.1. تعريف:

تعد قائمة التدفقات النقدية وفق مجلس معايير المحاسبة الدولية جزءا لا يتجزأ من المجموعة الكاملة للقوائم المالية، وذلك لما توفره من معلومات تساعد مستخدميها في فهم محتوى القوائم الأخرى وتفسيرها بغرض اتخاذ القرارات السليمة، وقد عرفها معيار المحاسبة الدولي رقم 7 بأنها القائمة التي تبين المقبوضات والمدفوعات النقدية والنقدية المعادلة خلال فترة معينة، والمقصود بالنقدية هي الأموال الجاهزة والودائع لدى الطلب، والنقدية المعادلة هي التوظيفات قصيرة الأجل ذات السيولة المرتفعة، كما يتطلب المعيار عرض التدفقات النقدية في صلب القائمة وتصنيفها وفق الأنشطة التشغيلية، والاستثمارية، والتمويلية (نصارو حميدات، 2013).

تدعى هذه القائمة تحت النظام المحاسبي المالي بـ "جدول سيولة الخزينة"، وهو يفرض عرضها كجزء مكمل للقوائم المالية الأخرى، ويصنفها كالثالث قائمة مالية عند إعداد الحسابات السنوية والموحدة وفق ما ورد في المادة 25 من القانون 11-07 (الجريدة الرسمية، 2007)، أما محتوى هذه القائمة وكيفية عرضها فقد ورد في الإطار التصوري المحدد في القرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق لـ 26 يوليو 2008، حيث تناول جدول سيولة الخزينة في فصله الرابع، وقدم له تعريفا يماثل ذلك الذي قدمه معيار المحاسبة الدولي رقم 7 أعلاه (الجريدة الرسمية، 2009).

II.2. أهمية تحليل قائمة التدفقات النقدية:

تهدف هذه القائمة إلى توضيح كيفية تأثير التغييرات في حسابات الميزانية العمومية والدخل على النقد والنقد المعادل، حيث أنها توصف بحلقة وصل بين هتين القائمتين، لذلك هناك العديد من الأطراف المهتمة بها من الإدارة والمحاسبين، والمقرضين أو الدائنين المحتملين، والمستثمرين المحتملين، والموظفين أو المقاولين المحتملين، والمساهمين في المشروع، فهي تفيدهم في: (الشيخ، التحليل المالي، 2008) (حطاب وزعبيط، 2017) (المعموري ومحمد عبد السيد، 2017).

- تقديم رؤية للشركة من خلال توفير معلومات كافية عن تقييم السيولة، فهي تعد أفضل مصدرا لاختبار السيولة، ومفيدة في اتخاذ قرارات تتعلق بالأداء المالي للشركة، ومقدرتها على السداد وقابلية الاستمرار في النشاط.
- التنبؤ بمقدار وتوقيت التدفقات النقدية المستقبلية وتحديد عوامل التأكد المرتبطة بها، فضلا عن تقديم معلومات غير نقدية أسفل القائمة أو في هوامش القوائم الأخرى والتي يحتمل أن يكون لها تأثيرا كبيرا على التدفقات المستقبلية.
- إظهار الفرق بين صافي الدخل وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية.
- توفير معلومات عن الإدارة المالية للشركة، من حيث سياسة توزيع الأرباح، سياسة الائتمان والتمويل، وإدارة الأموال المتاحة، وتقديم مؤشرات عن نمو وتوسع الشركة من خلال التدفقات الناجمة عن النشاط الاستثماري.
- تعزيز قابلية المقارنة بغرض تقييم الأداء بين الشركات لأنها تعزل الآثار الناجمة عن استخدام المعالجات المحاسبية المختلفة للمعاملات المشابهة.

2.11. دراسة الجدوى المالية باستخدام قائمة التدفقات النقدية:

11. 1.2. تعريف الجدوى المالية (القدرة على البقاء أو على الاستمرار في النشاط):

عادة ما تركز أدبيات الإدارة المالية على قياس الجدوى المالية دون الاتفاق على مفهوم موحد، والذي يمكن تصنيفه وفق (KOLED & Organisa, 2015) في أربع مجموعات، حيث ترتبط القدرة المالية بـ (1) ملاءة الشركة والنتائج المحققة من خلال الاستخدام والتوزيع الفعال للموارد المالية (2) التنمية المستدامة وعملية النشاط التجاري (3) تحقيق التوازن ومواجهة المخاطر (4) قدرة الشركة على الاستمرار في تحقيق أهدافها التشغيلية والوفاء بمهمتها على المدى الطويل.

يتبنى قاموس (Loan finance dictionary, 2020) التعريف القانوني الوارد في الصنف الرابع أعلاه. ويقصد بالجدوى المالية وفق (Carlson, 2019) قدرة الشركة على الاستمرار في توليد الدخل بما يسمح لها بالوفاء بجميع التزاماتها المالية والنمو في الوقت نفسه.

يظهر بأن تعريف الجدوى المالية يرتبط بالقدرة المالية على البقاء أو الاستمرار في النشاط، كما أنه يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالأرباح التجارية، فضلاً عن القدرة على سداد الديون والسيولة، وعليه يمكن تحليلها باستخدام مؤشرات التدفق النقدي التي تقيس أداء الشركة من حيث جودة الأرباح والملاءة والسيولة، حيث تمثل الملاءة قدرة الشركة على الوفاء بديونها في الأجل الطويل، وهي ضرورية لبقائها والحفاظ على استمرارية نشاطها، وتمثل السيولة قدرة الشركة على تحويل أصولها الجارية إلى نقدية بسرعة، ودون التأثير على قيمتها حتى تتمكن من سداد التزاماتها الجارية عند استحقاقها (عبد الحسين جبر و عبد المالك عبد الحميد، 2017)، غير أنه أحياناً يتم الخلط بين النسبتين، فكلهما يقيم السلامة المالية للشركة وقدرتها على البقاء، لكن نسبة الملاءة تحدد فرص بقاء الشركة على المدى الطويل، بينما تقيم نسبة السيولة صحة الشركة على المدى القصير (Carlson, 2019). وتجدر الإشارة إلى أن تقييم قدرة الشركات على الاستمرار في النشاط يعتمد على تقدير التدفقات المستقبلية، كما يمكن أن يعتمد على التدفقات النقدية التاريخية لأنها ذات علاقة وثيقة بالتدفقات المستقبلية (درويش، 2018)، وعليه سوف تركز هذه الدراسة على التدفقات التشغيلية التاريخية.

11. 2.2. مفهوم صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية:

ترتبط قوة أو ضعف سيولة المؤسسة بمدى توافر صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية، لذلك قبل التطرق إلى المؤشرات المستخدمة في هذه الدراسة، تجدر الإشارة إلى هذا الرصيد، فهو يمثل النقد الذي تولده الشركة فقط من عملياتها التشغيلية، وتمثل الأنشطة التشغيلية بشكل أساسي العمليات الرئيسية لتوليد الإيراد في الشركة وبشكل ثانوي العمليات الأخرى التي ليست لها علاقة بالنشاط الاستثماري أو التمويلي، فعلى أساسه يتم تقييم الصحة المالية للشركة، وقدرتها على البقاء، يتم قياسه والإفصاح عنه في صلب قائمة التدفقات النقدية وفق طريقتين: (IFRS, 2020)

- الطريقة المباشرة: حيث يتم الإفصاح عن الفئات الرئيسية لإجمالي المقبوضات النقدية وإجمالي المدفوعات النقدية؛
- الطريقة غير المباشرة: حيث يتم تعديل الربح أو الخسارة باستبعاد تأثير المعاملات غير النقدية وأية تأجيلات أو مستحقات للمقبوضات والمدفوعات النقدية التشغيلية السابقة أو المستقبلية وعناصر الدخل أو المصروفات المرتبطة بالاستثمار أو التمويل النقدي.

11. 3. أهم مؤشرات التدفق النقدي لتحليل الجدوى المالية:

نعرض فيما يلي المؤشرات الأكثر شيوعاً من حيث جودة الأرباح، والسيولة، والملاءة المالية، والعلاقات الموافقة لها:

الجدول (1): مؤشرات التدفق النقدي الأساسية لدراسة الجدوى المالية

المؤشرات	العلاقة
معدل هامش التدفق النقدي Cash flow margin ratio-cash flow to sales	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية/ صافي المبيعات
مؤشر تغطية الخصوم الجارية Current liability coverage ratio	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية/ الأصول الجارية
معدل تغطية التدفق النقدي Cash flow coverage ratio	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية/ إجمالي الديون

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على (GÜLEÇ & BEKTAŞ, 2019) (CFI, 2020) (Kenton, 2019) (مطر، 2006).

يحدد المؤشر الأول مقدار النقد الناجم عن كل دينار من صافي المبيعات، وهو مؤشر جيد لقياس جودة الأرباح لأنه لا يتضمن سوى المعاملات التي تنطوي على النقد، كلما زادت النسبة، دل ذلك على جودة الشركة في تحويل المبيعات إلى نقدية، فهو يعكس مدى كفاءة سياسات الائتمان في تحصيل النقدية على المبيعات الآجلة. (Kenton, 2019) (Javed, 2020)

يشير المؤشر الثاني إلى قدرة الشركات على تسديد التزاماتها الجارية اعتمادا على التدفقات النقدية المتولدة من عملياتها الأساسية. لذا يطلق عليها في بعض الأحيان بنسبة الدين النقدي الجاري أو نسبة التدفق النقدي التشغيلي، حيث ترتبط السيولة بقوة أضعف صافي التدفق النقدي التشغيلي، لذا تعد مقياسا دقيقا للسيولة قصيرة الأجل لأنها تستخدم فقط النقد الناجم عن العمليات الرئيسية بدلا من جميع مصادر النقد، والأكثر دقة من نسب السيولة التقليدية أين تكون الأرباح تشتمل على مستحقات يمكن للإدارة التلاعب بها (GÜLEÇ & BEKTAŞ, 2019). عادة ما تشير النسبة الأقل من الواحد إلى وجود مشاكل في التدفق النقدي قصير الأجل والنسبة الأكبر من الواحد إلى صحة مالية جيدة، حيث توفر الشركة سيولة أكثر من تلك الكافية لتسديد الالتزامات الجارية. (CFI, 2020).

يشير المؤشر الثالث إلى قدرة الشركة على الوفاء بجميع التزاماتها اعتمادا على صافي التدفقات النقدية من النشاط التشغيلي، تعكس النسبة الأعلى المرونة المالية للشركة وقدرتها على السداد والاستمرارية في النشاط، تقاس بعدد المرات، ويفترض أن تفوق هذه النسبة الواحد حتى تكون الشركة في وضعية صحية، فإذا كانت على سبيل المثال 1,5 مرة، فيمكن للشركة دفع ديونها 1,5 مرة من تدفقاتها النقدية التشغيلية، كلما زادت هذه النسبة، زادت النقدية المتولدة عن النشاط التشغيلي بعد سداد الديون، والتي يمكن أن تستخدم في تمويل الاحتياجات من النشاطات الاستثمارية أو التمويلية الأخرى (Carlson, 2019)، عادة ما تستخدم هذه النسبة من قبل البنوك في اتخاذ قرار منح أو إعادة تمويل القرض.

III. تحليل الجدوى المالية لعينة البحث باستخدام نسب التدفق النقدي :

1.III. حدود البحث:

لغرض الإجابة على إشكالية الدراسة، تم انتقاء شركتين من ضمن الشركات المدرجة في البورصة الجزائرية كحدود مكانية للبحث، وبناء عليهما تم تحديد القوائم المالية وعلى وجه الخصوص قائمة التدفقات النقدية للسنوات 2016 و2017 و2018 واعتبارها كحدود زمانية للبحث، وتتمثل الحدود المكانية للبحث فيما يلي:

الجدول (2): الحدود المكانية للبحث

الشركة	لمحة عن نشأة وتطور الشركة
شركة روبية: Nouvelle Conserverie Algerienne de Rouiba- NCA Rouiba	شركة أن سي أ روبية، هي شركة جزائرية متخصصة في انتاج وتوزيع المشروبات وعصير الفواكه، يتواجد مقرها الاجتماعي في المنطقة الصناعية لروبية بالجزائر العاصمة 16300، وهي شركة خاصة تم انشاؤها سنة 1966 تحت الشكل القانوني للشركات ذات المسؤولية المحدودة، وقد تم تحويلها إلى شركة ذات أسهم في مارس 2003، ثم دخلها إلى بورصة الجزائر بإدراج قيمها للتداول العام في 2013/06/03، حيث بلغ رأسمالها آنذاك مبلغ 849195000 دج، وقد تم فتح 25٪ منه، ما يمثل 2122988 سهم عادي بقيمة 100 دج/ للسهم، تم عرضها للبيع بسعر ثابت 400 دج/ للسهم. وسيتم شطب أسهم الشركة من المعاملات على مستوى البورصة يوم 26 جويلية 2020، وذلك بعد تقديمها لمذكرة إعلامية تتعلق بالعرض العمومي للسحب (cosob, 2020).
شركة بيوفارم SPA Biopharm	هي شركة خاصة ذات أسهم، بدأت نشاطها في 14 أكتوبر 1991، تختص في تصنيع، تطوير وتوزيع المنتجات الصيدلانية للاستخدام البشري وتقديم المعلومات الطبية والخدمات اللوجستية، يقع مكتبها الرئيسي في المنطقة الصناعية بالرغاية، ولاية الجزائر، يقدر رأسمالها بـ 5104375000 دج، بقيمة 200 دج/ للسهم، موزعة على سبعة شركاء. شرعت شركة بيوفارم في عملية تنوع مساهمتها، وقد كانت الخطوة الأولى عام 2013 لإعادة تنظيم أنشطتها، حيث فتحت رأسمالها بنسبة 49٪ للمستثمرين الأجانب، وفي مارس 2016 فتحت ما نسبته 20٪ في بورصة الجزائر باللجوء العلني للإدخار، وذلك من خلال طرح 5104375 سهما للبيع، بسعر بيع قدره 1225 دج/ للسهم، قيمته الإسمية هي 200 دج/ للسهم (Biopharm-SPA, 2015).

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المصادر المذكورة في صلب الجدول.

لقد تم اختيار الحالتين بحدودهما المكانية لتوافر المجموعة الكاملة للقوائم المالية المفصّل عنها في بورصة الجزائر، والتي تم نشرها في موقع لجنة مراقبة وتنظيم عمليات البورصة (La COSOB) بصورة منتظمة، ودورية خلال الفترات التي توافّق الحدود الزمنية للدراسة، كما أنها مرفقة ببيانات أخرى مالية وغير مالية كالورقة التقنية والمذكرة الإعلامية. وقد تم اختيار الحدود الزمنية للدراسة بناء على أن موضوع الجدوى المالية يهتم بالأداء التاريخي الذي يجعل من القرارات أكثر كفاءة، إلى جانب اهتمامه بالأداء المستقبلي للشركة.

2.III. تحليل الجدوى المالية لشركة روبية (NCA-ROUIBA):

اعتمادا على القوائم المالية للشركة (ميزانية، جدول حساب النتائج، قائمة التدفقات النقدية)، تم جمع البيانات المالية المستخدمة في قياس المؤشرات وعرضها في الجدول التالي:

الجدول (3): البيانات المالية لشركة روية NCA-ROUIBA (بالدينار الجزائري)

السنة	صافي التدفقات النقدية التشغيلية	صافي المبيعات	الخصوم الجارية	مجموع الديون
2016	556318371	7983651413	4285636112	7208326177
2017	350350693	5659391237	4811780290	7325307597
معدل النمو٪	37,03-	29,11-	12,28+	1,62+
2018	509704023	5936615369	5912504327	7533562267
معدل النمو٪	45,48+	4,9+	22,89+	2,84+

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لشركة روية المنشورة في موقع (NCA-Rouiba, COSOB 2018). (NCA-Rouiba, 2019)

يظهر عند عرض البيانات أعلاه ومتابعة تطورها تراجع ملحوظا في نشاط الشركة سنة 2017 بمعدل 29,11٪ مقارنة بسنة 2016، صاحبه انخفاض كبير في النقد المتولد من النشاط الرئيسي، الذي ارتفع سنة 2018 بمعدل 45,48٪، في حين شهدت القروض القصيرة زيادة معتبرة سنتي 2017 و2018 واستقرار نسبي في إجمالي الديون.

1.2.III. تحليل تطور صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية:

تعتمد عملها الشركات في حساب وعرض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية على الطريقة غير المباشرة، والتي تنطوي كما ذكرنا سابقا على تعديل النتيجة الصافية باستبعاد أثر المعاملات غير النقدية والحصول على هامش التمويل الذاتي للشركة، الذي يمثل الخزينة المحتملة، بعد ذلك يتم إزاحة أثر مختلف الأجل التي جعلت من الخزينة رصيد محتملا في المستقبل، وذلك بخصم التغيرات في احتياجات رأس المال العامل للحصول على الخزينة الفعلية والمثلة بصافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (ETE). وعليه تتوقف أهمية هذا الرصيد على العلاقة بين الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي (CAF) وتغير احتياجات رأس المال العامل (ΔBFR):

$$ETE \text{ ou } OCF = CAF \pm \Delta BFR$$

الجدول (4): تطور صافي التدفقات النقدية التشغيلية لشركة روية

المؤشرات	2016	2017	٪ النمو	2018	٪ النمو
CAF (1)	+390979680	-44125474	-111,29	+160309522	+463,3
ΔBFR (2)	+165401691	+394476167	+138,5	+349394501	-11,43
ETE=CAF±ΔBFR	+556381371	+350350693	-37,03	+509704023	+45,48

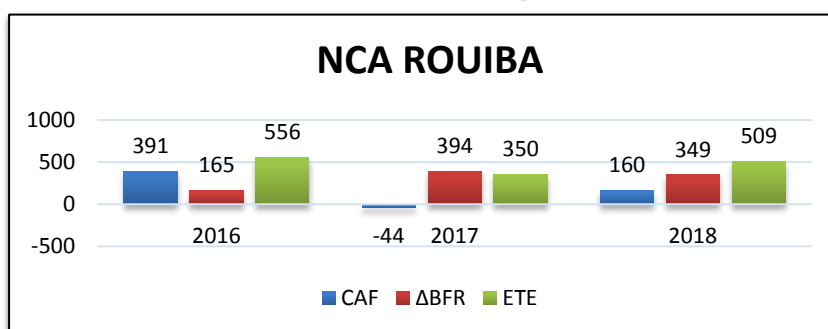
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على قائمة التدفقات النقدية لشركة روية (NCA-Rouiba, 2019). (Rouiba, 2018).

لم تقم الشركة بالإفصاح عن الرصيدين الظاهرين أعلاه (CAF و ΔBFR) في قائمة التدفقات النقدية بصفة منفصلة، وإنما تم احتسابهما على النحو التالي:

(1) الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي = نتيجة صافية ± اهتلاكات التثبيتات ± اهتلاكات أخرى ومؤهلات ± تغير الضرائب المؤجلة ± فائض أو ناقص قيمة عن بيع التثبيتات.

(2) تغيرات احتياجات رأس المال العامل = تغير المخزونات ± رصيد العملاء وحقوق أخرى ± تغير رصيد الموردين وديون أخرى.

الشكل (1): تطور صافي التدفقات النقدية التشغيلية لشركة روية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (4).

انخفضت السيولة التي تولدها الشركة من نشاطها الرئيسي في عام 2017 عن عام 2016 بمعدل 37,03٪، ويعود ذلك إلى تحقيق خزينة محتملة سلبية أو عجز في التمويل الذاتي بسبب الخسائر المحققة، فقد انخفضت أهمية الخزينة الفعلية على الرغم من انخفاض احتياجات رأس المال العامل الذي يعد فائضا ويضاف إلى الخزينة المحتملة، حيث زاد هذا الانخفاض بمعدل 138,5٪ مقارنة بسنة 2016 بسبب تحصيل النقدية من عند الزبائن مثلما تظهره قائمة التدفقات النقدية (NCA-Rouiba, 2018). ارتفعت سيولة الشركة سنة 2018 بمعدل 45,48٪ بسبب تحسن الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي بمعدل 463,3٪، الذي أصبح رصيدا موجبا بفضل الانخفاض المسجل في الخسائر بمعدل 60,86٪ مقارنة بسنة 2017.

ارتبطت الخسائر المحققة سنة 2017 بانخفاض هوامش الاستغلال، حيث انخفضت القيمة المضافة بمعدل 35,39٪ بسبب الانخفاض في الإنتاج الذي يعود أساسا إلى تدني رقم الأعمال بمعدل 29,11٪ مقارنة بسنة 2016، مما أدى إلى انخفاض الفائض الإجمالي للاستغلال وتحقيق نتيجة تشغيلية سلبية سنة 2017 و2018 مثلما يظهره جدول حساب النتائج (NCA-Rouiba, 2019) (NCA-Rouiba, 2018).

2.2.111. تحليل تطور نسب التدفق النقدي لدراسة الجدوى المالية:

اعتمادا على البيانات المالية الواردة في الجدول (3) تم حساب مؤشرات التدفق النقدي على النحو التالي:

الجدول (5): تطور نسب التدفق النقدي في شركة NCA Rouiba

إسم المؤشر	العلاقة			2016	2017	% النمو	2018	% النمو
نسبة هامش التدفق النقدي Cash flow margin ratio	صافي التدفق النقدي التشغيلي	÷	صافي المبيعات	0,067	0,062	٪-0,51	0,086	٪+2,4
نسبة التدفق النقدي التشغيلي Operating cash flow ratio	صافي التدفق النقدي التشغيلي	÷	الخصوم الجارية	0,13	0,073	٪-6	0,086	٪+1,3
معدل تغطية التدفق النقدي Cash flow coverage ratio	صافي التدفق النقدي التشغيلي	÷	مجموع الديون	0,07	0,048	٪-2,2	0,068	٪+2

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (3).

■ تحليل تطور نسبة هامش التدفق النقدي: شهدت قدرة الشركة على تحويل المبيعات إلى نقدية استقرارا نسبيا في عام 2017، على الرغم من انخفاض السيولة المتأتية من النشاط التشغيلي بمعدل 37,03٪، غير أن هذا الانخفاض صاحبه تدني في صافي المبيعات بمعدل 29,11٪، تحسنت بعد ذلك جودة الأرباح سنة 2018 بأكثر من نقطتين ونصف بتحسن صافي التدفقات النقدية التشغيلية بمعدل 45,48٪، ويعود سبب ذلك إلى انخفاض الخسائر المحققة خلال الفترة.

■ تحليل تطور نسبة التدفق النقدي التشغيلي: انخفض معدل التغطية بصورة جوهرية في عام 2017 (بست نقاط تقريبا) عن عام 2016، حيث غطت السيولة 0,07 مرة أو ما يعادل 7٪ من الخصوم الجارية ويعود السبب إلى انخفاض صافي التدفق النقدي التشغيلي، ثم ارتفع المعدل قليلا سنة 2018 بنقطة واحدة، غير أن النسب غير كافية للتغطية خلال السنوات الثلاثة، ويرجع ذلك أساسا إلى ضعف السيولة التي تولدها الشركة من نشاطها الرئيسي، فضلا عن الزيادة في الخصوم الجارية (56٪) منها تمثل خزينة خصوم بمعدل 12,28٪ سنة 2017 و22,8٪ سنة 2018 (انظر الجدول 3)، مما يؤثر على عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها القصيرة من تدفقاتها النقدية التشغيلية.

■ تحليل تطور نسبة تغطية الديون: تظهر نسب التغطية منخفضة جدا، فهي تتراوح ما بين 0,04 و0,07 مرة، حيث انخفضت قليلا في عام 2017 عن عام 2016 بانخفاض صافي التدفقات النقدية التشغيلية، ثم ارتفعت سنة 2018 بنقطتين. تشير النسب المنخفضة إلى أن النشاط الرئيسي للشركة غير قادر على توليد السيولة الكافية لتسديد جميع الالتزامات المالية.

3.111. تحليل الجدوى المالية لشركة بيوفارم (Biopharm SPA)

تم استخراج البيانات المالية المستخدمة في قياس مؤشرات التدفق النقدي من القوائم المالية الموحدة لشركة بيوفارم، حيث تسيطر الشركة الأم حاليا على ستة فروع سيطرة شاملة، وعليه تقوم بإعداد قوائم مالية موحدة وفق طريقة الاندماج الكلي (Biopharm, rapport de gestion 2018, 2019).

الجدول (6): البيانات المالية لشركة بيوفارم (بالمليون دج)

السنة	صافي التدفقات النقدية التشغيلية	صافي المبيعات	الخصوم الجارية	الخصوم غير الجارية	مجموع الديون
2016	+3961	56376	16248	709	16957
2017	+1655	58568	19944	538	20482
معدل النمو	٪-193,34	٪+3,88	٪+22,75	٪-24,12	٪+20,79
2018	+3640	63055	21772	546	22318
معدل النمو	٪+119,94	٪+7,66	٪+9,17	٪+1,49	٪+8,96

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية لشركة بيوفارم المنشورة في موقع COSOB (Biopharm-SPA, 2019)
(Biopharm-SPA, 2018).

من خلال عرض تطور البيانات المالية أعلاه، شهدت السيولة التي تولدها الشركة من نشاطها الرئيسي في عام 2017 تراجعاً مهماً بمعدل 193,34٪ عن عام 2016، ونمو طفيفاً في النشاط بمعدل 3,88٪، إلى جانب زيادة معتبرة في الخصوم الجارية وإجمالي الديون، بينما شهدت سنة 2018 ارتفاعاً في صافي التدفقات التشغيلية، وزيادة في النشاط بأكثر من أربع نقاط مقارنة بسنة 2017، كما أن الديون هي الأخرى ترتفع ولكن بوتيرة أقل من الزيادة المسجلة سنة 2017.

1.3.III- تحليل تطور صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية لشركة بيوفارم:

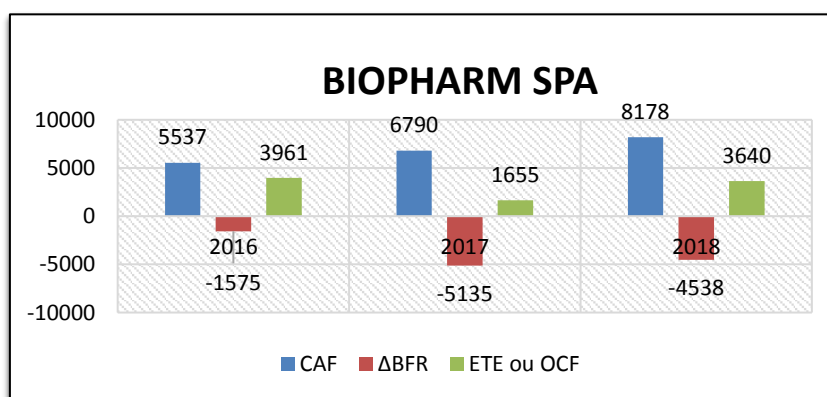
على خلاف قائمة شركة روية، أظهرت قائمة التدفقات لمجموعة بيوفارم مؤشري الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي (CAF) وتغير احتياجات رأس المال العامل (ΔBFR) كبندين منفصلين ضمن بنود النشاط التشغيلي، مما سهل علينا استخراجهما وعرضهما في الجدول الموالي:

الجدول (7): تطور صافي التدفقات النقدية التشغيلية لشركة بيوفارم (بالمليون دج)

المؤشرات	2016	2017	٪النمو	2018	٪النمو
CAF	+5537	+6790	+22,23	+8178	+20,44
ΔBFR	-1575	-5135	+226,03	-4538	-11,43
ETE = CAF $\pm$ ΔBFR	+3961	+1655	-139,34	+3640	+119,94

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على قائمة التدفقات الموحدة لشركة بيوفارم (Biopharm-SPA, 2018) (Biopharm-SPA, 2019)

الشكل (2): تطور صافي التدفقات النقدية التشغيلية لمجموعة بيوفارم



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (7).

شهدت السيولة المتولدة من النشاط التشغيلي انخفاضا كبيرا في عام 2017 بمعدل 139,34٪ عن عام 2016، على الرغم من الزيادة في الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي بمعدل 22,23٪، إلا أن الزيادة في احتياجات رأس المال العامل شهدت ارتفاعاً كبيراً بمعدل 226,03٪ بما يوافق 32 يوم من رقم الأعمال مقارنة بسنة 2016، مما استهلك كثيراً من الخزينة الممكنة، ترجع هذه الزيادة إلى ارتفاع المخزونات بمعدل 30٪ أو ما يمثل 21 يوماً من رقم الأعمال مقارنة بسنة 2016، وذلك يعود إلى رفع التموين في آخر الفترة بسبب الصعوبات التي شهدتها عملية الاستيراد، إلى جانب ارتفاع المبيعات الآجلة بمعدل 14,48٪ بما يوافق 9 أيام من رقم الأعمال بسبب الصعوبات التي واجهتها المجموعة في تسويق المنتج (Biopharm, Rapport annuel de gestion 2017, 2018)، وذلك على الرغم

من زيادة قروض الموردين (ب13يوم) وديون الاستغلال التي تخفض من الاحتياجات وتعد نقدية محصلة عند تسجيلها في قائمة التدفقات (Biopharm-SPA, 2018).

ارتفعت السيولة المتأتية من النشاط التشغيلي في عام 2018 بمعدل 199,94٪ عن عام 2017، ويرجع ذلك إلى أن الشركة قد حسنت من هامش التمويل الذاتي من جهة، وخفضت من الزيادة في احتياجات رأس المال العامل بمعدل 11,63٪ من جهة أخرى، حيث استهلكت نقدية أقل من الخزينة الممكنة في عام 2018 عن عام 2017، مما يشير إلى أن الشركة قد خفضت قليلا في آجال التخزين والتحصيل وتحكمت أكثر في عناصر الاستغلال.

يظهر من قائمة التدفقات الموحدة بأن سيولة المجموعة من النشاط التشغيلي قد شهدت انخفاضا مهما سنة 2017 ثم تحسنت سنة 2018 بفعل تغيرات احتياجات رأس المال العامل، غير أن هذه السيولة ظلت غير كافية لتمويل الاحتياجات من الأنشطة الاستثمارية والتمويلية، مما تسبب في انخفاض الخزينة وعجزها في الفترتين الأخيرتين.

2.3.III. تحليل تطور مؤشرات التدفق النقدي لدراسة الجدوى المالية:

اعتمادا على البيانات المالية الواردة في الجدول (6)، تم حساب مؤشرات التدفق النقدي المبينة في الجدول الموالي:

الجدول (8): تطور نسب التدفق النقدي لشركة بيوفارم

اسم المؤشر	العلاقة			2016	2017	النمو	2018	النمو
نسبة هامش التدفق النقدي Cash flow margin ratio	صافي التدفق النقدي التشغيلي	÷	صافي المبيعات	0,07	0,028	٪-4,17	0,0577	٪+1,6
نسبة التدفق النقدي التشغيلي Operating cash flow ratio	صافي التدفق النقدي التشغيلي	÷	الخصوم الجارية	0,24	0,083	٪-15,7	0,16	٪+7,7
معدل تغطية التدفق النقدي Cash flow coverage ratio	صافي التدفق النقدي التشغيلي	÷	مجموع الديون	0,23	0,08	٪-15	0,163	٪+8,3

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (6)

■ تحليل تطور هامش التدفق النقدي: انخفضت قدرة المجموعة على تحويل مبيعاتها إلى نقدية سنة 2017 مقارنة بسنة 2016 بأربع نقاط ويعود السبب إلى الزيادة في فترتي التخزين والتحصيل، هذا ما أدى إلى رفع احتياجات رأس المال العامل وتخفيض السيولة المتأتية من التدفقات التشغيلية، بعد ذلك ارتفعت هذه النسبة قليلا سنة 2018 بتحسّن الخزينة الفعلية نتيجة للتحكم أكثر في نمو الاحتياجات، غير أن الزيادة في المبيعات لا تعكس بشكل مباشر الزيادة في التدفقات النقدية بسبب عدم كفاءة السياسة التسويقية والسياسة الائتمانية في تحصيل النقدية على المبيعات الآجلة، مما أثر على نسب التغطية.

■ تحليل تطور نسبة التدفق النقدي التشغيلي: يفترض عند استخدام هذه النسبة أن تخصص السيولة المتولدة عن النشاط التشغيلي بالكامل في تغطية القروض، وعليه فإن النقدية المتولدة سنة 2016 غطت 0,24 مرة أو 24٪ من الديون القصيرة، وانخفضت كثيرا سنة 2017 بأكثر من خمس عشرة نقطة، ويرجع ذلك أساسا إلى الانخفاض في السيولة المتولدة عن النشاط التشغيلي، فضلا عن الزيادة في الخصوم الجارية بمعدل 22,75٪، ثم ارتفعت نسبة التغطية قليلا سنة 2018 بتحسّن التدفقات التشغيلية، غير أن المجموعة ظلت غير قادرة على تغطية ديونها الجارية اعتمادا على السيولة الفعلية خلال السنوات الثلاثة، على خلاف ما بينته نسب السيولة المشتقة من الميزانية الموحدة، حيث أظهرت بأن نسبي التداول والسيولة السريعة قد غطتا أكثر من مرتين الخصوم الجارية مثلما تم الإفصاح عنه في تقرير التسيير لعام 2018، 2018 (Biopharm, rapport de gestion 2018)، مما يشير إلى أن للمجموعة سيولة كافية غير أن آجال تحصيلها يخفض من الخزينة ويعيق استخدامها في تغطية احتياجات أخرى، وهذا ما يثبت دقة مؤشر التدفق النقدي التشغيلي في قياس السيولة عن المؤشرات الكلاسيكية.

■ تحليل تطور نسبة تغطية التدفق النقدي: يظهر بأن نسب تغطية الديون للفترات الثلاثة توافقت مع نسب تغطية الخصوم الجارية، مما يشير إلى أن نسبة الديون الطويلة إلى إجمالي الديون جد منخفضة (2,6٪ سنة 2017 و2,45٪ سنة 2018) وأن المجموعة قد اعتمدت على القروض القصيرة (ولاسيما قروض الموردين) كمصدر أساسي في التمويل الخارجي، وهذا بالفعل ما تم الإفصاح عنه في تقرير التسيير لعام 2017، 2018 (Biopharm, Raport annuel de gestion 2017)، حيث أظهر بأن الديون المالية الطويلة انخفضت كثيرا بتسديد أقساط السنة وبلغت 1,3٪ من حقوق الملكية، وقد انخفضت أكثر سنة 2018 وبلغت نسبة الرفع 0,67٪ بسبب عدم حصول المجموعة على ديون جديدة مثلما تظهره قائمة التدفقات. تؤثر نسب التغطية على عدم قدرة المجموعة على الوفاء بجميع التزاماتها اعتمادا على سيولتها المتولدة من النشاط التشغيلي.

IV. النتائج ومناقشتها :

يمكن تقديم تفسيرات حول النتائج المستخلصة على النحو التالي:

- انخفاض مؤشري السيولة والملاءة لدى الشركتين خلال سنوات الدراسة ولاسيما سنة 2017، يؤشران على عدم قدرتهما على توليد سيولة كافية من النشاط الرئيسي لتسديد الالتزامات؛
- يرجع ضعف السيولة المتولدة من النشاط الرئيسي لمجموعة بيوفارم إلى عدم التحكم في نمو احتياجات رأس المال العامل بسبب ضعف القرارات المتعلقة بإدارة عناصر الاستغلال؛
- يرجع ضعف السيولة المتولدة من النشاط الرئيسي في شركة روية إلى تحقيق خزينة ممكنة سالبة بسبب الخسائر المحققة، والناجمة عن انخفاض النشاط الاقتصادي للشركة وخلق هوامش تشغيلية ضعيفة أو سالبة؛
- انخفاض كفاءة الشركتين في تحويل المبيعات إلى نقد خلال سنوات الدراسة يؤشر على أن الأرباح المحققة تفقد جودتها، يرجع ذلك إلى ضعف السياسات التسويقية والائتمانية المنتهجة من طرف الشركة كما هو الحال في مجموعة بيوفارم، أو عدم وجود أرباح كما هو الحال في شركة روية؛
- ضعف قدرة الشركة على توليد سيولة من نشاطها التشغيلي يعني بأنها غير قادرة على تحويل أصولها الجارية بسرعة أو في التوقيت المناسب كما هو الحال في مجموعة بيوفارم، أو بالقيمة الفعلية دون تحقيق خسائر كما هو الحال في شركة روية.
- إلى جانب انخفاض مؤشرات الجدوى المالية، يؤدي ضعف السيولة عن النشاط التشغيلي إلى انخفاض صافي الخزينة، حيث أن التدفقات الداخلة من النشاط التشغيلي قادرة على تغطية التدفقات الخارجة من نفس النشاط واحتياجات النشاط الاستثماري، لكنها غير قادرة على مواجهة تسديدات القروض؛
- تعتمد شركتي العينة في مصادر تمويلها الخارجية على القروض القصيرة أكثر من القروض الطويلة، مما يؤثر أكثر على مؤشر السيولة، فهي تتسبب في عجز خزينة شركة روية لأنها تمثل تسهيلات مالية، واختلال التوازن المالي في شركة بيوفارم لأنها تمثل قروض الموردين التي تمول استثمارات النمو المحققة سنة 2018؛
- يعجز التدفق النقدي التشغيلي في عينة الدراسة عن الوفاء بالالتزامات، ولا يمكن له في هذه الحالة أن يساهم في توسيع الاستثمارات، هذا ما يجعل الشركتان لا تفيان بمفهوم الجدوى المالية، ولا يمكنهما الاستمرار في النشاط دون اتخاذ إجراءات تصحيحية.

V. الخلاصة :

قمنا في هذه الدراسة بإبراز أهمية مؤشرات التدفق النقدي في تحليل السيولة والملاءة والجدوى المالية لشركتي روية وبيوفارم، حيث تبين بأنها مقياسا مفيدا للغاية لما توفره من معلومات دقيقة أكثر من تلك التي توفرها المؤشرات الكلاسيكية، وتعزز من قدرتهما على اتخاذ القرارات في هذا المجال، كما تبين بأن شركتي الدراسة لا تستخدمان مؤشرات التدفق النقدي في دراسة الجدوى المالية ولا حتى في تشخيص الوضعية المالية مثلما يظهره التقرير السنوي، والتقارير المالية الأخرى، ووفقا للنتائج التي توصلت إليها الدراسة، يمكن اقتراح التوصيات التالية:

- تحسين السيولة من النشاط التشغيلي-كإجراء أساسي -، ويكون ذلك من خلال:
 - زيادة الإنتاج والمبيعات في شركة الرويبة والرفع من أداء النشاط الاقتصادي بالتحكم أكثر في النفقات التشغيلية، وتحسين هوامش الاستغلال لتصحيح الخزينة الممكنة؛
 - تخفيض احتياجات رأس المال العامل في مجموعة بيوفارم وتطبيق منهجية محكمة في إدارة عناصر الاستغلال ورفع درجة التحكم في فترة التخزين، والتحصيل، والتسديد؛
- التخفيض من القروض القصيرة ولاسيما الديون المالية منها -كإجراء ثانوي-، حيث:
 - يمكن لمجموعة بيوفارم الاعتماد على القروض الطويلة -لطالما نسبة الرفع المالي جد منخفضة - كمصادر تمويل خارجية لتغطية الاحتياجات التي يعجز التدفق التشغيلي عن تمويلها، لاسيما استثمارات النمو، فالقروض الطويلة تزيد في رأس المال العامل وتعزز من السيولة؛
 - بينما تنتج الزيادة في القروض الطويلة نسب رافعة عالية في هيكل رأسمال شركة روية، والتي تشهد انخفاضا في الربحية، مما يجعل استخدامها غير مفيدا في الفترات التي تحقق فيها الشركة خسائر، ويزيد من فرص التخلف عن السداد أو الإفلاس، وبدلا من ذلك يمكنها أن تستدعي الشركاء للزيادة في رأس المال؛

- تصحيح السيولة المنخفضة عن النشاط التشغيلي في بعض فروع مجموعة بيوفارم، فهي التي تخفض من السيولة والملاءة الموحدين وتغطي على الفروع التي لها سيولة كافية عند إجراء التقاص؛
 - إدماج تحليل قائمة التدفقات النقدية والمؤشرات المرتبطة بها في تقرير التسيير السنوي للشركات كما هو الحال بالنسبة للميزانية وقائمة الدخل، والإفصاح عن هذه المعلومات المالية في المذكرة الإعلامية عند اللجوء العلني للإدخار.
- تبقى للدراسة بعض المحددات في جوانب عديدة مثل فترة الدراسة والأدوات المستخدمة، فقد يمكن أن تركز الدراسات اللاحقة على تقييم الأداء المستقبلي للفترة اللاحقة، والذي يعزز أكثر من القدرة على اتخاذ قرارات الجدوى المالية، وذلك باستخدام التدفقات النقدية التقديرية.

الإحالات والمراجع:

- 1- Biopharm. (2018). *Raport annuel de gestion 2017*. Consulté le 05 10, 2020, sur https://www.biopharmdz.com/images/Rapport_Annuel_de_Gestion_2017.pdf. p.33.
- 2- Biopharm. (2019). *rapport de gestion2018*. Consulté le 03 31, 2020, sur www.biopharm.dz.com/index.php/fr/investissement/prospectus.p.54.
- 3- Biopharm-SPA. (2015). *Notice d'information biopharm SPA*. Consulté le 03 31, 2020, sur <https://www.cosob.org/notices/>.
- 4- Biopharm-SPA. (2018). *Information financière2017*. Consulté le 04 04, 2020, sur <http://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs/>.
- 5- Biopharm-SPA. (2019). *Information financière2018*. Consulté le 04 04, 2020, sur <http://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs/>.
- 6- Carlson, R. (2019, november 20). *How to calculate the solvency,liquidity,and viability of your firm*. Retrieved 03 30, 2020, from <https://www.thebalancesmb.com>.
- 7- Corporate Finance Institute. (2020, 04 30). *Operating Cash Flow Ratio*. Retrieved from <https://corporatefinanceinstitute.com/ressources/knowledge/finance/operating>
- 8- Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourses, L. (2020). *Fiche technique NCA-Rouiba*. Consulté le 03 31, 2020, sur <https://www.cosob.org/poste/nca-rouiba/>.
- 9- GÜLEÇ, Ö. F., & BEKTAŞ, T. (2019, August). Cash Flow Ratio Analysis: The Case Of Turkey. *The Journal of Accounting and Finance, Special Issue*,pp. 247-262.
- 10- International Financial Reporting Standards Foundation. (2020). *IAS 7 Statement of cash flow*. Retrieved 04 29, 2020, from www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias7-statement-of-cash-flow.
- 11-Javed, R. (2020, 12 15). *Operating ratio*. Retrieved from <https://www.accountingmanagement.org/operating-ratio/>.
- 12- Kenton, W. (2019, 12 12). *Operating Cash flow margin*. Retrieved 04 16, 2020, from <https://www.investopedia.com>.
- 13- KOLEDA, N., & Organisjana, K. (2015). Challenge in learning for company's financial viability assessment and management. *Business: Theory and practice*, 16(2), pp.195-204.
- 14- Loan finance dictionnary. (2020, 17 12). Retrieved from Special-loans.com/dictionary.asp?financial-viability.
- 15-NCA-Rouiba. (2018). *Information financière2017*. Consulté le 04 04, 2020, sur <http://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs/>.
- 16-NCA-Rouiba. (2019). *Information financière2018*. Consulté le 04 04, 2020, sur <http://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs/>.
- 17- أبو نصار محمد، و حميدات جمعة. (2013). *معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية -الجوانب النظرية والعملية- الطبعة الثالثة*. عمان: دار وائل للنشر، ص.99.
- 18- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية. (25 نوفمبر، 2007). القانون رقم 11-07، (74)، الجزائر، ص.5.
- 19- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية. (25 مارس، 2009). القرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 جويلية 2008، (19). الجزائر، ص.26.

- 20- دلال خطاب، ونور الدين زعبيط. (2017). تقييم الأداء المالي باستخدام نسب النقدية المشتقة من جدول تدفقات الخزينة. *مجلة البحوث الاقتصادية والمالية*، 4(01)، الجزائر، جامعة أم البواقي، ص.ص 337-357.
- 21- شذى عبد الحسين جبر، وسارة عبد المالك عبد الحميد. (2017). تحليل حودة سيولة المصارف باستخدام قائمة التدفقات النقدية. *مجلة الإدارة والاقتصاد* (111)، بغداد، ص.ص 130-144.
- 22- علي ثجيل المعموري، وساجد محمد عبد السيد. (2017). أثر تعدد مصادر التمويل على كشف التدفق النقدي وتفعيل إجراءات الرقابة عليه. *مجلة دراسات محاسبية ومالية*، 12(41)، العراق، جامعة بغداد المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، ص.ص 172-182.
- 23- فهمي مصطفى الشيخ. (2008). *التحليل المالي. الطبعة الأولى، رام الله فلسطين: إس إم إي فايننشال*، ص.15.
- 24- محمد مطر. (2006). *التحليل المالي والإئتماني. الطبعة الأولى. عمان: دار وائل للنشر*. ص.163.
- 25- مروان درويش. (2018). استخدام منهجية بوكس -جينكينز للتنبؤ بالتدفقات النقدية في البنوك الفلسطينية- دراسة حالة بنك فلسطين. *مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية*، 3(9)، ص.ص 151-164.