

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

# دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم

دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطلبة :

ابتسام بودبزة

مريم عيشونة

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: .....
مشرفا ومقرار	جامعة جيجل	الأستاذ: سليمان بن بخمة
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: .....

السنة الجامعية: 2021/2020



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## شكر وتقدير

كن عالما... فإن لم تستطع فكن متعلما... فإن لم تستطع فأحب

العلماء... فإن لم تستطع فلا تبغضهم"

بعد رحلة بحث وجهد واجتهاد تكملت بإنجاز هذا البحث، نحمد الله

عز وجل على نعمه التي من بها علينا فهو العلي القدير

كما نتوجه بالشكر إلى الوالدين الكريمين اللذان لولاهما ما رأت أقلامنا

نور السطور ولا يسعنا إلا أن نخص بأسمى عبارات الشكر والتقدير

للأستاذ "بن بخمة سليمان"

الذي كان سندا ومعينا في إتمام انجاز هذا العمل بتوجيهاته ونصائحه.

ونشكر كل من ساهم في إتمام هذا البحث ولو بابتسامة صادقة.

راجين من المولى القدير أن يجزيهم خير جزاء.

إلَيْكُمْ جميعاً: جزاكم الله خيراً.

مريم - ابتسام

# الإهداء

نهدي هذا العمل المتواضع إلى:

أهالينا الذين قاموا بمساندتنا طوال فترة دراستنا، والذين لولاهم

لم نكن لنصل إلى ما نحن عليه الآن

إلى من تذوقنا معهم أجمل اللحظات

صديقاتنا وأحببتنا ومن سهروا معنا في مسيرتنا العلمية وبالأخص "سارة"

و "إيمان"

إلى من أحببناهم في الله طلبة تخصص إدارة مالية دفعة 2021/2020

إلى كل من ساهم في انجاز هذا العمل من قريب أو بعيد.

ابتسام مريم

# فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
	الشكر
	الإهداء
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الملاحق
	المختصرات
أ - ج	المقدمة العامة
<b>الفصل الأول: مدخل للتحليل المالي</b>	
7	تمهيد
8	المبحث الأول: ماهية التحليل المالي
8	المطلب الأول: مفهوم التحليل المالي
9	المطلب الثاني: تطور التحليل المالي
12	المطلب الثالث: أهداف وأنواع التحليل المالي
14	المبحث الثاني: عمليات التحليل المالي
14	المطلب الأول: منهجية وخطوات التحليل المالي
17	المطلب الثاني: شروط التحليل المالي
17	المطلب الثالث: مقومات التحليل المالي
18	المطلب الرابع: معايير التحليل المالي
19	المبحث الثالث: استعمالات التحليل المالي
19	المطلب الأول: مجالات التحليل المالي
19	المطلب الثاني: الجهات المستفيدة من التحليل المالي
22	المطلب الثالث: أدوات التحليل المالي
34	المطلب الرابع: الاتجاهات الحديثة للتحليل المالي
36	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثاني: الأسهم وطرق التنبؤ بقيمتها</b>	
38	تمهيد
39	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأسهم

39	المطلب الأول: مفهوم الأسهم
41	المطلب الثاني: أنواع الأسهم
44	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على الأسهم ومخاطرها
47	المبحث الثاني: إجراءات التعامل مع الأسهم في السوق المالي
47	المطلب الأول: طرق التنبؤ بأسعار الأسهم
51	المطلب الثاني: طرق تسعير الأسهم
53	المطلب الثالث: كفاءة السوق والمعلومات المالية
56	المبحث الثالث: نماذج تسعير الأسهم في السوق المالي
56	المطلب الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
61	المطلب الثاني: نموذج تسعير المراجعة
62	المطلب الثالث: نموذج فامافرنش متعدد العوامل
64	المطلب الرابع: نموذج الارتباط الذاتي
66	المطلب الخامس: نماذج أخرى لتقدير أسعار الأسهم
70	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية خلال فترة 2015-2020	
72	تمهيد
73	المبحث الأول: تقديم شركة أليانس للتأمينات الجزائرية محل الدراسة
73	المطلب الأول: التعريف بشركة أليانس للتأمينات الجزائرية
75	المطلب الثاني: رأس مال شركة أليانس للتأمينات ودخولها بورصة الجزائر
76	المطلب الثالث: أهم نشاطات شركة أليانس Alliance (منتجات التأمين الخاصة بالشركة)
78	المبحث الثاني: تحليل الوضعية المالية لشركة أليانس للتأمينات
78	المطلب الأول: عرض وتحليل الميزانية المالية المختصرة
82	المطلب الثاني: دراسة وتحليل مؤشرات التوازن المالي
84	المطلب الثالث: دراسة وتحليل النسب المالية
89	المبحث الثالث: التنبؤ بأسعار أسهم شركة أليانس للتأمينات
89	المطلب الأول: تطور القيمة السوقية لأسهم شركة أليانس للتأمينات
91	المطلب الثاني: تطور الربحية وأداء سهم شركة أليانس للتأمينات

95	خلاصة الفصل
97	الخاتمة العامة
100	قائمة المراجع
	الملاحق
	الملخص



# قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	الميزانية المالية المختصرة لأصول شركة أليانس للتأمينات	78
02	تطور قيم عناصر الأصول	79
03	الميزانية المالية المختصرة لخصوم شركة أليانس للتأمينات	80
04	تطور قيم عناصر الخصوم	81
05	مؤشرات التوازن المالي لشركة أليانس للتأمينات	82
06	نسبة التداول	84
07	نسبة الاستقلالية المالية	85
08	المردودية المالية	86
09	المردودية الاقتصادية	86
10	المردودية التجارية	87
11	معدل العائد على حقوق الملكية	88
12	معدل العائد على الاستثمار	88
13	القيمة السوقية لأسهم شركة أليانس للتأمينات	89
14	نسبة الربح لكل سهم عادي	90
15	القيمة الدفترية للسهم العادي	90
16	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	91

## قائمة الجداول

92	نسبة سعر السهم إلى ربح السهم	17
93	مؤشرات سهم أليانس للتأمينات خلال الفترة 2015-2020	18

# قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	رقم الشكل	عنوان الشكل
21	01	الأطراف المستفيدة من التحليل المالي
29	02	أنواع النسب المالية
51	03	منهج التحليل الأساسي
55	04	خط سوق رأس المال
55	05	ميل خط سوق رأس المال
56	06	خط الأوراق المالية
74	07	الهيكل التنظيمي لشركة أليانس للتأمينات الجزائرية
93	08	تطور أداء سهم شركة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2015-2020
94	09	تطور القيمة السوقية لسهم شركة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2015-2020

# قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	جانب أصول ميزانية شركة أليانس لسنة 2015
02	جانب خصوم ميزانية شركة أليانس لسنة 2015
03	جدول حسابات النتائج حسب الطبيعة لشركة أليانس لسنة 2015
04	جانب أصول ميزانية شركة أليانس لسنة 2016
05	جانب خصوم ميزانية شركة أليانس لسنة 2016
06	جدول حسابات النتائج حسب الطبيعة لشركة أليانس لسنة 2016
07	جانب أصول ميزانية شركة أليانس لسنة 2017
08	جانب خصوم ميزانية شركة أليانس لسنة 2017
09	جدول حسابات النتائج حسب الطبيعة لشركة أليانس لسنة 2017
10	جانب أصول ميزانية شركة أليانس لسنة 2018
11	جانب خصوم ميزانية شركة أليانس لسنة 2018
12	جدول حسابات النتائج حسب الطبيعة لشركة أليانس لسنة 2018
13	جانب أصول ميزانية شركة أليانس لسنة 2019
14	جانب خصوم ميزانية شركة أليانس لسنة 2019
15	جدول حسابات النتائج حسب الطبيعة لشركة أليانس لسنة 2019
16	جانب أصول ميزانية شركة أليانس لسنة 2020

جانب خصوم ميزانية شركة أليانس لسنة 2020	17
جدول حسابات النتائج حسب الطبيعة لشركة أليانس لشركة 2020	18



المختصرات

قائمة المختصرات

المدلول	الاختصار
Small Size Minus Big Size	SMB
Hight Minus Low	HML
Book To Market Value	B/M
Robust Minus Weak	BMW
Conservative Minus Aggressive	CMA

مقدمة

تشكل سوق الأوراق المالية ركنا أساسيا من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية المعاصرة، لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه الاقتصادي لأفراده، فضلا من كونها مرآة للوضع الاقتصادي العام للدولة. ونتيجة للروابط القوية بين الأوراق المالية والاقتصاد، وعد استقرار سوق الأوراق المالية مقياسا لمدى نجاح السياسات الاقتصادية العامة للدولة، وعدت مؤشرات أداء هذه الأسواق من المؤشرات الاقتصادية المفيدة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي.

كما أن للتحليل المالي دور كبير في اتخاذ القرارات التي تتعلق بالاستثمار في مجال الأسهم والسندات حيث يساعد في التحليل ومعرفة نقاط القوة والضعف لدى الشركات المستهدفة وتزداد أهمية التحليل المالي في عالمنا المعاصر من يوم لآخر، بسبب التطورات الحديثة وتعاضم دور الأسواق المالية، وتعدد الأدوات المالية المتداولة وزيادة حدة المنافسة بين المؤسسات من جراء انتشار ظاهرة العولمة.

وفي ضوء ما تقدم يمكن القول بأنه من المتطلبات الهامة للتنبؤ بأسعار أسهم المنشآت هو تطبيق المبادئ المحاسبية وزيادة الإفصاح والشفافية وإظهار البيانات والمعلومات الحقيقية التي تعبر عن الأوضاع المالية للمنشآت الاقتصادية.

### - إشكالية البحث

يتضح مما سبق أنه للمحافظة على حقوق أصحاب المصالح بصفة خاصة المستثمرين الحاليين والمرتبين، فإن ذلك يتطلب توفير ثقة في المعلومات المالية التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية، لذلك جاءت هذه الدراسة للبحث في دور التحليل المالي للتنبؤ بأسعار الأسهم، ومن هنا يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

**ما هو دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم في شركة أليانس للتأمينات؟**

للإحاطة بجميع جوانب الإشكالية سيتم الاستعانة بالتساؤلات الفرعية:

- ما هو التحليل المالي وما هي أهم أدواته؟
- ماهي الأطراف المستفيدة من التحليل المالي؟
- ماهي أهم النسب النماذج المستخدمة في التنبؤ بأسعار الأسهم؟
- ما هو تأثير توفر المعلومات المالية على كفاءة السوق المالي؟
- هل تتمتع شركة أليانس للتأمينات بوضع مالي مريح خلال فترة الدراسة؟

### - فرضيات الدراسة

للإجابة عن الإشكالية المطروحة وعن التساؤلات الفرعية تم صياغة الفرضيات التالية:

- تحقق شركة أليانس للتأمينات الجزائرية توازن مالي خلال فترة الدراسة؛
- استخدام شركة أليانس لأدوات التحليل المالي للتنبؤ بأسعار أسهمها.
- أهمية الدراسة

يكتسي موضوع الدراسة أهمية كبيرة كونه يعالج أهم المواضيع التي يهتم بها الكثير من الباحثين ومسيرة المؤسسات الاقتصادية على حد سواء، حيث يعتبر التحليل المالي من أهم الوسائل التي يتم بموجبها تحليل نتائج المؤسسات الاقتصادية عن طريق تحليل القوائم المالية. لذلك تأتي هذه الدراسة للتأكيد على أهمية التحليل المالي ودوره في التنبؤ بأسعار الأسهم مما يحقق الاستفادة في تطوير الممارسة المحاسبية وأعمال المراجعة. وبالتالي تحقيق جودة المعلومات في السوق المالي والتي تنعكس على قرارات المستثمرين وحركة سوق الأوراق المالية.

#### - أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

- إبراز أهمية التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم؛
- التعرف على الأدوات المستخدمة في التحليل المالي قصد التنبؤ بأسعار الأسهم؛
- التعرف على الوضعية المالية لشركة أليانس للتأمينات انطلاقاً من تحليل الميزانية المالية وحساب النتائج.

#### - المنهج المتبع والأدوات المستخدمة

لدراسة هذا الموضوع والإجابة عن الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية وكذلك الإجابة على الفرضيات سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري من خلال وصف جميع البيانات المتعلقة بالموضوع، أما الجانب التطبيقي (دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات) فاعتمدنا على المنهج التحليلي من خلال تحليل المعلومات والقوائم المالية، لإثراء هذا البحث سنعتمد في الجانب النظري على الكتب والمذكرات المرتبطة بالموضوع بالإضافة إلى بعض المجالات العلمية والمحاضرات، أما بالنسبة للجانب التطبيقي فسنعتمد على الوثائق المستخرجة من الموقع الرسمي لشركة أليانس للتأمينات.

#### - أسباب اختيار الموضوع

تم اختيار هذا الموضوع بناء على مجموعة من الأسباب:

- الأسباب الذاتية
- ✓ اهتمامنا وميولنا الشخصي نحو هذا النوع من المواضيع؛
- ✓ الموضوع يدخل ضمن التخصص العلمي الذي ندرسه.

- الأسباب الموضوعية

- ✓ التحسيس بأهمية موضوع التحليل المالي لزيادة الاهتمام به من قبل المؤسسة محل الدراسة؛
- ✓ التعرف على أهمية الموضوع الذي يساعد المستثمرين على التنبؤ بأسعار الأسهم باستخدام أدوات التحليل المالي.

- إطار الدراسة

- الإطار الزمني: اقتصر الجانب التطبيقي على دراسة التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم بشركة أليانس للتأمينات خلال ستة سنوات الممتدة من 2015-2020.
- الإطار الموضوعي: تقتصر دراستنا هاته على تناول موضوع التحليل المالي ودوره في التنبؤ بأسعار الأسهم.

- الدراسات السابقة

- دراسة بعنوان " دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم" -دراسة تطبيقية على المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية 1429هـ-2008، للباحثة حليلة خليل الجرجاوي، وهي رسالة ماجستير، حيث تمحورت إشكالية الدراسة حول "ما هو دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم؟" وقد توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- ✓ وجود عدة أطراف تستفيد من عملية التحليل المالي عند اتخاذ قراراتها سواء من داخل المنشأة أو من خارجها تتفاوت من حيث اهتمام كل منها بنتائج عملية التحليل؛
- ✓ لم تعد عملية التحليل المالي قاصرة على المحتوى الكمي للأرقام الدفترية التي تظهرها البيانات المالية المنشورة وإنما يتعدى اهتمام المحلل المالي في البحث فيما وراء هذه الأرقام من دلالات؛
- ✓ لكي تؤدي عملية التحليل المالي دورها المنشود يتطلب الأمر وجود معايير متعددة لقياس الأداء ومقارنة النتائج التي يتم التوصل إليها به.

- دراسة بعنوان "دور النسب المالية للتنبؤ في أسعار أسهم الشركات الصناعية للمساهمة العامة الأردنية الموزعة في بورصة عمان (دراسة اختيارية)" -كانون الأول، 2014، للباحث عمار زكريا عبد الله سالم، وهي رسالة ماجستير، حيث تمحورت إشكالية الدراسة حول "ما هو دور النسب المالية للتنبؤ في أسعار أسهم الشركات الصناعية؟" وقد توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج من مضمونها وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لكل من: نسبة التداول، نسبة السيولة السريعة، ربحية السهم الواحد، العائد على حقوق المساهمين، نسبة المديونية، معدل دوران الأصول، مضاعف سعر السهم، مضاعف سعر السهم للقيمة الدفترية، على أسعار الأسهم السوقية للشركات الصناعية للمساهمة العامة الأردنية، وعن عدم وجود تأثير لكل من: درجة الرفع المالي ومعدل دوران رأس مال العامل على أسعار تلك الشركات.

• دراسة بعنوان "دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية"-دراسة حالة المستثمرين في سوق الخرطوم للأوراق المالية 2017، للباحثة لنا عبد الله محمد أحمد أبوسن، وهي رسالة ماجستير، حيث تمحورت إشكالية الدراسة حول "ما هو دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسواق المالية؟"، توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية: إمام المستثمرين بالتحليل المالي للاستثمار في الأوراق المالية ضعيف إلى درجة كبيرة، مما يؤثر على نسبة الأرباح المتحصلة والاعتماد على مبدأ الصدفة وعدم وجود قاعدة تنبؤية للوضع المالي، ويتم استخدام أدوات التحليل المالي قبل اتخاذ قرار شراء أو بيع أسهم شركة ما بنسبة بسيطة، وهذا قد يدخل جهات اتخاذ القرار في مأزق الوقوع في الأخطاء والاعتماد على أسلوب التخمين والصدفة.

• دراسة بعنوان "أثر أساليب التحليل المالي الحديثة على كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالي"، 2005، للباحث أحمد ناهد عبد المطلب عثمان، وهي رسالة ماجستير، حيث تمحورت إشكالية الدراسة حول "ما هو أثر أساليب التحليل المالي الحديثة على كفاءة سوق الخرطوم للأوراق المالية؟"، حيث توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

✓ تلتزم الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية بتوفير البيانات المالية المطلوبة في الوقت المحدد على الرغم من محدودية هذه البيانات؛  
 ✓ استخدام الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم أداء الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية يساعد في زيادة كفاءة السوق في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية؛  
 ✓ تتحدد أسعار الأسهم بسوق الخرطوم للأوراق المالية بناء على حجم التداول للورقة أي آلية العرض والطلب؛

✓ تتأثر الأسعار مباشرة بنتائج التحليل المالي بأداء الشركات المدرجة في السوق.

- صعوبات الدراسة

• عدم الحصول على المعلومات الكافية من قبل المؤسسة محل الدراسة، والتي تفيدنا في تقييم الوضع المالي بشكل جيد؛

• ضيق الوقت واتساع الموضوع وتشعبه.

- خطة الدراسة

بغرض الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع والتوصل للإجابة عن الإشكالية المطروحة ارتأينا تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث فصول فصلين نظريين وفصل تطبيقي.

الفصل الأول جاء بعنوان مدخل للتحليل المالي والذي قسم إلى ثلاث مباحث حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى ماهية التحليل المالي، أما المبحث الثاني فقد تم تخصيصه إلى عمليات التحليل المالي أما المبحث الثالث فقد تطرقنا فيه إلى استعمالات التحليل المالي.

الفصل الثاني جاء بعنوان الأسهم وطرق التنبؤ بقيمتها حيث قسمنا هذا الفصل أيضا إلى ثلاث مباحث، أين خصص المبحث الأول إلى الإطار المفاهيمي للأسهم، وتطرقنا في المبحث الثاني إلى إجراءات التعامل مع الأسهم في السوق المالي، في حين خصص المبحث الثالث إلى نماذج تسعير الأسهم في السوق المالي.

الفصل الثالث خصص للدراسة التطبيقية حيث تم اسقاط الدراسة النظرية على واقع شركة "أليانس للتأمينات الجزائرية" حيث قسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث حيث جاء في المبحث الأول تقديم للشركة محل الدراسة، وخصص المبحث الثاني لتحليل الوضعية المالية لشركة "أليانس للتأمينات"، وجاء المبحث الثالث بعنوان التنبؤ بأسعار أسهم شركة أليانس للتأمينات.

وفي الأخير تم تقديم خاتمة ذكر فيها مجموعة من النتائج المتوصل إليها، وكذا مجموعة من الاقتراحات.



## الفصل الأول: مدخل للتحليل المالي

المبحث الأول: ماهية التحليل المالي

المبحث الثاني: عمليات التحليل المالي

المبحث الثالث: استعمالات التحليل المالي

### تمهيد:

إن التحليل المالي واحد من أهم الموضوعات التي تتناولها دراسة اقتصاديات المشروع باعتباره موضوع هام في الإدارة المالية ونقطة بداية لدراسة الوضعية المالية للمؤسسة من خلال المعطيات المحاسبية المقدمة من طرف مصالحتها، فهو أداة تسمح للمؤسسة بالكشف عن مواطن القوة من أجل استغلالها والكشف عن مواطن الضعف التي تتيح للإدارة فرصة التعرف على أسبابها ومعالجتها حتى لا تعيق خططها المستقبلية.

وسيتم التطرق في هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: ماهية التحليل المالي
- المبحث الثاني: عمليات التحليل المالي
- المبحث الثالث: استعمالات التحليل المالي

### المبحث الأول: ماهية التحليل المالي

يعتبر التحليل المالي جزء لا يتجزأ من الإدارة المالية وضرورة ملحة للتخطيط المالي السليم. والتحليل المالي بشكل عام هو تشخيص حالة من الحالات، وإبراز نقاط القوة أو الضعف من خلال فحص السياسات المالية المتبعة من قبل المؤسسة عن طريق الدراسة التفصيلية للبيانات وتفسيرها. وسنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم التحليل المالي، تطوره، أهدافه وأخيرا أنواعه.

### المطلب الأول: مفهوم التحليل المالي

تكمن أهمية التحليل المالي كون نتائجه تمثل مصدرا مهما للمعلومات للحكم على مدى نجاح المنظمة في تحقيق ما تسعى إليه، وعليه سنتطرق في هذا المطلب إلى تقديم بعض التعريفات للتحليل المالي بالإضافة إلى خصائصه وأهميته.

### الفرع الأول: تعريف التحليل المالي

هناك تعاريف متعددة تختلف باختلاف وجهات النظر ويمكن اختصارها فيما يلي:

يعرف التحليل المالي بأنه "عبارة عن عملية معالجة للبيانات المالية المتاحة عن مؤسسة ما من أجل الحصول منها على معلومات تستعمل في عملية اتخاذ القرارات وفي تقييم أداء المؤسسات التجارية والصناعية في الماضي والحاضر وكذلك في تشخيص أي مشكلة موجودة (مالية أو تشغيلية) وتوقع ما سيكون عليه الوضع في المستقبل".<sup>1</sup>

كما يعرف التحليل المالي بأنه "دراسة القوائم المالية بعد تبويبها وباستخدام الأساليب الكمية وذلك بهدف إظهار الارتباطات بين عناصرها والتغيرات الطارئة على هذه العناصر وحجم وأثر هذه التغيرات واشتقاق مجموعة من المؤشرات التي تساعد على دراسة وضع المنشأة من الناحية التشغيلية والتمويلية وتقييم أداء هذه المنشآت وكذلك تقديم المعلومات اللازمة للأطراف المستفيدة من أجل اتخاذ القرارات الإدارية السليمة".<sup>2</sup>

ويعرف أيضا بأنه "عملية تحويل الكم الهائل من البيانات المالية التاريخية، المدونة في القوائم المالية (قائمة المركز المالي، قائمة الدخل) إلى كم أقل من المعلومات. أكثر فائدة لعملية اتخاذ القرار وتشكل النسب المالية الجانب الهام في عملية التحليل".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، ط2، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص157.

<sup>2</sup> منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، ط2، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص12.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص41.

### الفرع الثاني: خصائص التحليل المالي

يمكن القول بأن التحليل المالي هو عملية تحويل البيانات المالية الواردة في القوائم المالية إلى معلومات تستعمل كأساس لاتخاذ قرارات مستنيرة لأجل تعزيز اتجاهات إيجابية في المنظمة، وبشكل عام يتميز التحليل المالي بالخصائص التالية<sup>1</sup>:

- هو عملية تحويل البيانات المالية الواردة في القوائم المالية إلى معلومات تستعمل كأساس لاتخاذ القرارات؛
- يشمل كافة الأنشطة عند كل المستويات الإدارية وليس فقط النشاط المالي؛
- هو نشاط مستمر في المؤسسة؛
- لا يقتصر على بيانات مالية محدودة بل يمتد إلى الميزانية وقوائم الدخل.

### الفرع الثالث: أهمية التحليل المالي

يهتم التحليل المالي بدراسة البيانات من خلال دراسة تحليلية مالية اقتصادية استقرائية مفصلة للعناصر المكونة للقوائم المالية والمعلومات الأخرى لتحقيق مراقبة جيدة على استخدام الموارد المالية المتاحة في المؤسسة يمكن تلخيص أهمية التحليل المالي في النقاط التالية<sup>2</sup>:

- المساهمة في إعداد الخطوط المالية وزيادة فعاليتها؛
- التعرف على نقاط القوة والضعف في السياسات المالية للمؤسسة، بما يؤدي إلى إمكانية تعظيم نقاط القوة ومواجهة نقاط الضعف، ومن ثم زيادة القدرة على تحقيق النتائج والأهداف؛
- التعرف على مدى قوة المركز المالي والائتماني للمؤسسة والقوة الاستثمارية لها، ومن ثم قدرتها على الاستمرار في السوق وتحقيق النمو لعملياتها وأنشطتها؛
- قياس كفاءة عمليات المؤسسة داخل الصناعة التي تنتمي إليها والتعرف على وضعها الإنتاجي والتسويقي والمالي تقدير حصتها السوقية ومكانتها التنافسية؛
- الوقوف على مستقبل المشروع من خلال إعداد النتائج التقديرية المترتبة على نتائج الاستثمار والتمويل ودراسة العلاقة بين النتائج المالية المستقبلية والقيمة السوقية المتوقعة للسهم.

### المطلب الثاني: تطور التحليل المالي

عرف التحليل المالي تطوراً عبر الزمن ليصبح أداة جيدة لإعطاء مؤشرات ودلالات واضحة، لذا سنتعرف في هذا المطلب على نشأة التحليل المالي وأسبابه.

<sup>1</sup> مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط2، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 279.

<sup>2</sup> جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللحج، الإدارة المالية، مدخل لاتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص ص 96-97.

### الفرع الأول: نشأة التحليل المالي

لقد نشأ التحليل المالي في نهاية القرن 19، حيث استعملت البنوك والمؤسسات المصرفية النسب المالية التي تبين أساساً مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها، وذلك استناداً إلى كشوفاتها المحاسبية إضافة إلى الأزمة الاقتصادية التاريخية الممتدة بين الفترة 1929-1933 التي كان لها أثر معتبر في تطوير تقنيات التسيير والتحليل المالي، ففي سنة 1933 أسست في الولايات المتحدة الأمريكية لجنة للأمن والصرف ساهمت في نشر التقديرات الإحصائية المستقلة بالنسب المثالية لكن قطاع اقتصادي.<sup>1</sup>

كما أن نهاية الحرب العالمية الثانية وما نتج عنها من عملية إعادة البناء كان لها دوراً هاماً في تطوير تقنيات التحليل المالي في فرنسا، حيث أظهر المقرضون والمصرفيون اهتمامهم بتحديد خطر استعمال أموالهم بصيغة أكثر دقة وحزم، ويتطور المؤسسات وبالتالي وسائل التمويل للأزمة.

وقد تكون في فرنسا سنة 1967 لجنة عمليات البورصة التي من أهدافها تأمين الاختيار الجيد وتأمين العمليات المالية التي تنتشرها الشركات المحتاجة إلى مساهمة الادخار العمومي، وعليه فإن التحليل المالي أصبح يعتمد على كل بيانات المحاسبة والمعلومات المالية في التخطيط المستقبلي ومن ثمة أولت المؤسسة أهمية التحليل بشكل خاص دون تقصير ودون اهتمام أو تفصيل للقوائم المالية. فتم التحول من التحليل الساكن الذي يدرس حالة المؤسسة لسنة معينة إلى التحليل الديناميكي الذي يدرس الحالة المالية للمؤسسة لعدة سنوات، ومنه أوصت بتوظيف هذا الأخير في إدارتها وسميت بالوظيفة المالية، التي كانت السبيل لاتخاذ القرار النتيجة والحصول على النتيجة المراد تحقيقها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> إسماعيل كرجاجي، اقتصاد المؤسسة، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص232.

<sup>2</sup> منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي (مدخل صناعة القرارات)، ط3، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص21.

## الفصل الأول:..... مدخل للتحليل المالي

### الفرع الثاني: أسباب نشأة التحليل المالي

هناك عدة عوامل عجلت بظهور التحليل المالي كقاعدة لتحليل وتقييم أداء الشركات حيث يمكن إبراز هذه الأسباب فيما يلي<sup>1</sup>:

- **الثورة الصناعية:** أظهرت الثورة الصناعية في أوروبا الحاجة إلى رأس مال ضخم لإنشاء المصانع وتجهيزها وتمويل العملية الإنتاجية سعياً وراء الأرباح وقرات الإنتاج الكبير وبذلك تطور حجم المشروع الاقتصادي من مؤسسة فردية صغيرة إلى شركة مساهمة كبيرة تجمع مدخرات آلاف المساهمين لاستثمارها على نطاق واسع وقد اضطر هؤلاء المساهمين نظراً لنقص خبرتهم لتفويض سلطة إدارة المؤسسة إلى مجلس إدارة مستقل وأصبحت القوائم المالية وسيلتهم الأساسية في متابعة أحوال المؤسسة ومدى نجاح الإدارة في أداء مهامها وبالتالي ظهرت الحاجة إلى تحليل هذه القوائم وتفسير النتائج لتحديد مجالات قوة المؤسسة أو ضعفها أو قوة مركزها المالي ونتيجة أعمالها.

- **الائتمان:** إن انتشار التمويل بأنواعه، دفع المصارف التجارية إلى ضرورة تقييم سلامة المركز المالي والنقدي للمؤسسات الطالبة لهذا النوع من الائتمان، ولذلك ظهرت الحاجة إلى تحليل القوائم المالية، وعلى ضوء نتائج التحليل المالي تمنح المصارف القروض والتسهيلات الائتمانية المختلفة أو ترفض منحها لنوع من المؤسسات، ولهذا فقد انشأت الكثير من المصارف وحدات خاصة مهمتها إجراء التحليل المالي للمؤسسات الطالبة لمساعدة المصارف.

- **الأسواق المالية:** تهتم الأسواق المالية بالمستثمرين في الأوراق المالية، فهم أكثر الأطراف الذين يحققون الأرباح نتيجة استثمارهم في الأوراق المالية، كما أنهم أكثر الأطراف الذين يتعرضون للمخاطرة، ولذلك يحتاج المستثمرون الحاليون والمتوقعون إلى معلومات دقيقة عن واقع المؤسسات التي تتداول أسهمها في السوق المالية لإرضاء هؤلاء المستثمرين، نجد أن الأسواق المالية قد اهتمت بتحليل الوضعية المالية للمؤسسة في الأدرج، لتحديد مدى قوة هذه المؤسسات أو ضعفها، وعلى ضوء نتائج التحليل يتحرك الطلب والعرض للأوراق المالية في السوق.

- **تدخل الحكومات في طريقة عرض البيانات بالقوائم المالية:** إن نجاح شركات المساهمة كوسيلة لاستثمار المدخرات يتوقف على حماية المستثمر من تلاعب المسيرين، لذا فقد اهتمت الحكومات بإصدار القوانين لضمان هذه الحماية سواء بالنص على ضرورة تعيين مراجعين للحسابات، أو نشر القوائم المالية للجمهور اعترافاً منها بأهمية اطلاع الأطراف الخارجية (المساهمين وغيرهم) عليه.

<sup>1</sup> حمزة محمد الزبيدي، التحليل المالي: تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص ص 22-24.

## الفصل الأول:..... مدخل للتحليل المالي

### المطلب الثالث: أهداف وأنواع التحليل المالي

سنتطرق في هذا المطلب إلى التعرف على مختلف الأهداف التي يعمل التحليل المالي على تحقيقها بالإضافة إلى ذكر مختلف أنواعه.

#### الفرع الأول: أهداف التحليل المالي

يهدف التحليل المالي إلى المساعدة في عملية التعرف على مواطن القوة في وضع المؤسسة لدعمها وتعزيزها، وعلى مواطن الضعف والخلل لوضع العلاج اللازم لها، وذلك من خلال الاطلاع على القوائم المالية المنشورة والملحقات التي تبين السياسات والطرق الإدارية المتبعة بالإضافة إلى الاستعانة بالمعلومات في أسواق المال من أسعار الأسهم ومؤشرات اقتصادية عامة<sup>1</sup>.

وبشكل عام يهدف التحليل المالي إلى تحقيق الغايات التالية<sup>2</sup>:

- التعرف على الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة؛
- تقييم السياسات المالية والتشغيلية المتبعة؛
- تقييم جدوى الاستثمار في المؤسسة؛
- الاستفادة من المعلومات المتاحة لاتخاذ القرارات الخاصة بالرقابة والتقييم؛
- التعرف على الاتجاهات التي يتخذها أداء المنظمة؛
- معرفة وضع الشركة في قطاعها.

#### الفرع الثاني: أنواع التحليل المالي

يمكن النظر إلى التحليل المالي باعتباره أنواعا متعددة، يكمل بعضها الآخر، وهذه الأنواع ناتجة عن التباين الذي يتم استنادا إلى أسس مختلفة، ومن أهم هذه الأسس ما يلي<sup>3</sup>:

- **الجهة القائمة بالتحليل:** يتم تقسيم التحليل المالي استنادا إلى الجهة القائمة بالتحليل إلى:
  - **التحليل الداخلي:** إذا تم التحليل المالي من قبل شخص أو مجموعة اشخاص من داخل المشروع نفسه وعلى بيانات ولغايات معينة يطلبها المشروع، فيعتبر التحليل داخليا وغالبا ما يهدف هذا التحليل إلى خدمة إدارة المشروع في مستوياتها الإدارية المختلفة وتقديم أدائها خلال فترة زمنية محددة.

<sup>1</sup>صابر تاج السر محمد، عاصم التجاني إبراهيم، استخدام التحليل المالي في قياس الكفاءة المالية والإدارية لشركات قطاع الاسمنت بالمملكة العربية السعودية-دراسة حالة مقارنة لشركة اسمنت المنطقة الجنوبية وشركة اسمنت الجنوب،-أماراباك- مجلة الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، المجلد 7، العدد 21، السعودية، 2016، ص5.

<sup>2</sup>عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص159.

<sup>3</sup>وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، منهج علمي وعملي متكامل، ط1، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص ص28-31.

## الفصل الأول:..... مدخل للتحليل المالي

• **التحليل الخارجي:** يقصد به التحليل الذي تقوم به جهات من خارج المشروع، ويهدف هذا التحليل إلى خدمة هذه الجهات ولتحقيق أهدافها.

- **الفترة التي يغطيها التحليل:** يمكن تبويب التحليل المالي استنادا إلى طول الفترة الزمنية التي يغطيها التحليل إلى ما يلي:

• **التحليل المالي قصير الأجل:** غالبا ما يركز هذا النوع من التحليل على قابلية المشروع في الأجل القصير على تغطية التزاماته الجارية وتحقيق الإيرادات التشغيلية، لذلك غالبا ما يسمى بتحليل السيولة وهذا النوع من التحليل يهتم بالدرجة الأولى الدائنون والبنوك.

• **التحليل المالي طويل الأجل:** يركز هذا التحليل على تحليل هيكل التمويل العام والأصول الثابتة والربحية في الأجل الطويل، إضافة إلى تغطية التزامات المشروع طويلة الأجل بما في ذلك القدرة على رفع فوائد واقساط الديون عند استحقاقها، ومدى انتظامها في توزيع الأرباح وحجم هذه التوزيعات وتأثيرها على أسعار أسهم المشروع في الأسواق المالية ولتحقيق الغايات السابقة يقوم المحلل المالي بتحليل التناسق في الهيكل التمويلي والاستخدامات، مما يعني الجمع بين التحليل قصير الأجل (عند دراسة مصادر التمويل قصيرة الأجل ومجالات استخدامها) وبين التحليل طويل الأجل (عند دراسة مصادر التمويل طويلة الأجل (خارجية وداخلية) ومجالات استخدامها).

- **الهدف من التحليل:** يمكن تبويب التحليل إلى عدة أنواع استنادا إلى الهدف من التحليل نذكر منها:

- تحليل لتقويم لقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل القصير.
- تحليل لتقويم لقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل الطويل.
- تحليل لتقويم ربحية المشروع.
- تحليل لتقويم الأداء التشغيلي للمشروع.
- تحليل لتقويم التناسق في الهيكل التمويلي العام ومجالات استخدامه.

- **البعد الزمني:** إن التحليل للمالي بعدا زمنيا يمثل الماضي والحاضر، وبناء عليه يمكن تبويب التحليل المالي من حيث علاقته بالزمن إلى ما يلي<sup>1</sup>:

• **التحليل الرأسي (الثابت أو الساكن):** بمعنى أن يتم تحليل كل قائمة مالية، بشكل مستقل عن غيرها، كما يتم يشكل رأسي لعناصر القائمة المالية موضوع التحليل، حيث ينسب كل عنصر من عناصرها إلى المجموع الاجمالي لهذه العناصر، أو إلى مجموع مجموعة جزئية منها.

• **التحليل الأفقي (المتغير):** يهتم هذا التحليل بدراسة سلوك كل عنصر من عناصر القائمة المالية وفي زمن متغير، بمعنى متابعة حركة هذا العنصر زيادة ونقصا عبر فترة زمنية، وخلافا للتحليل الرأسي الذي يتصف بالسكون، فإن هذا التحليل يتصف بالحركية، لأنه يوضح التغيرات التي حدثت خلال فترة زمنية محددة.

<sup>1</sup> مرجع سابق، ص 29.



## الفصل الأول: ..... مدخل للتحليل المالي

- المدى الذي يغطيه التحليل: يمكن تبويب التحليل استنادا إلى المدى أو النطاق الذي يغطيه التحليل المالي إلى<sup>1</sup>:

• **التحليل الشامل:** في الغالب يتعلق بدراسة وتحليل المركز المالي ونتائج الاعمال لمؤسسة ما ككل وذلك بهدف الحصول على معلومات ومؤشرات تنفيذ المهتمين بأنشطة المؤسسة، وذلك بغرض ترشيد قراراتهم بشكل عام.

• **التحليل الجزئي:** غالبا ما يكون الهدف منه الحصول على معلومات محددة للغرض الذي تم من أجله القيام بعملية التحليل، وبالتالي قد يكون التحليل جزئيا لمعالجة ظاهرة أو مشكلة معينة بالمؤسسة من أسباب تدني مستوى الربحية أو تجنب العسر المالي.

### المبحث الثاني: عمليات التحليل المالي

بعد أن تم التعرض في المبحث السابق إلى ماهية التحليل المالي فإنه من المفيد التعرف على عملياته من حيث منهجيته وخطواته وشروطه وأهم مقوماته ومعاييرها.

### المطلب الأول: منهجية وخطوات التحليل المالي

سننتظر في هذا المطلب إلى التعرف على منهجية التحليل المالي ومختلف خطواته.

### الفرع الأول: منهجية التحليل المالي

بالرغم من أن طريقة التحليل المالي يجب أن تترك في تفصيلاتها لرأي المحلل نفسه ليكون في استطاعته التعامل مع مختلف الحالات التي يمكن أن يواجه بها، إلا أن ذلك لا يمنع من وضع بعض المبادئ العامة لتكون أساسا لمدخل عام لمنهجية التحليل المالي ومن هذه الأسس العامة ما يلي:<sup>2</sup>

- تحديد الهدف الذي يسعى إليه المحلل؛
- تحديد الفترة التي سيشملها تحليل القوائم المالية؛
- تحديد المعلومات التي يحتاجها المحلل للوصول إلى غايته؛
- اختيار أسلوب وأداة التحليل الأنسب قدرة التعامل مع المشكلة موضع البحث؛
- استعمال المعلومات والمقاييس التي تجمعت لدى المحلل لاتخاذ القرار أو الإجراء المطلوب؛
- اختيار الجهاز المناسب لقياس النتائج عليه، ولا مانع حيث يستدعي الأمر من استعمال أكثر من معيار؛
- تحديد الانحراف عن المعيار المقاس عليه للوقوف على أهمية الانحراف بالأرقام المطلقة والنسبية؛

<sup>1</sup> محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، ط2، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009، ص36.

<sup>2</sup> مؤيد عبد الرحمان الدوري، نور الدين أديب أبو زناد، التحليل المالي باستخدام الحاسوب، ط2، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص15.

## الفصل الأول:..... مدخل للتحليل المالي

- تحليل أسباب الانحرافات وتحديدها؛
  - وضع التوصية المناسبة بشأن نتائج التحليل.
- ومن النادر جدا أن يتاح للمحلل جميع الحقائق عن الحالة التي يقوم بتحليلها، لذا نجد أن معظم المحللين يعملون في ظل ظروف غير مؤكدة بسبب عدم كفاية المعلومات، وفي مثل هذه الظروف لا يكون دور التحليل المالي إلا التقليل من حالة عدم التأكد وليس إلغاؤها كليا.

وعند كتابة المحلل تقريره، عليه أن يراعي ترتيب أفكاره وتسلسل منطقته، كما أن عليه مراعاة طريقة عرضه على القارئ، بحيث يميز التقرير بشكل واضح، بين تفسيرات واستنتاجات المحلل والحقائق والمعلومات التي استندت إليها هذه التفسيرات والاستنتاجات، وذلك ليتمكن القارئ من متابعة المنطق الذي اتبعه المحلل في الوصول إلى استنتاجاته.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: خطوات التحليل المالي

يستند التحليل المالي على خطوات متعددة يجب على المحلل المالي أن يقوم بها لكي يجعل الكشوفات المالية أو المحاسبية تتلاءم ومتطلبات التحليل المالي وتمثل هذه الخطوات بما يلي<sup>2</sup>:

- **تحديد أهداف التحليل المالي:** إن هذه الخطوة تتعلق بطبيعة الأهداف التي يرغب بتحقيقها المستفيد من عملية التحليل، إذ أن أهداف الاستثمار والمستثمرين تختلف عن أهداف الإدارة وهي بدورها تختلف عن أهداف المقرضين للمشروع، ويتطلب من المحلل المالي تحديد الهدف المطلوب تحقيقه بدقة لأنه سيرتبط بطبيعة المهمة واختيار الأدوات والوسائل المناسبة للوصول إلى عرض التقرير بما يشبع حاجة الجهة المستفيدة من عملية التحليل، وفي الوقت نفسه يجب تجنب الأعمال غير المطلوبة، ويتطلب من المحلل تكوين مجموعة من الأسئلة تتلاءم مع هدف التحليل والقيام بالإجابة عليها بدقة.

- **تحديد نطاق وشمولية التحليل المالي:** وتقصّد بذلك العناصر التي ستشملها عملية التحليل المالي، وفيما إذا يشمل التحليل جميع الوحدات المكونة للمشروع أو يتم اختيار وحدات معينة، مع تحديد الفترة الزمنية التي سيشملها التحليل المالي، وعند اختيار المعايير يتم تحديد طبيعة هذه المعايير والمقاييس المستخدمة للمقارنة مع النتائج التي سيتوصل إليها المحلل المالي بما يتلاءم مع هدف التحليل.

- **اختيار أداة وأدوات التحليل المناسبة للهدف:** وتحديد المدخلات الأساسية التي ستعتمد عليها عملية التحليل، والتأكد من دقة وسلامة وشرعية هذه المدخلات وكفاءتها في تحقيق الهدف ومدى ملاءمتها له، مع تحديد طبيعة البيانات والمعلومات اللازمة والضرورية سواء كانت من داخل بيئة المشروع أو خارجها، وهل هي محاسبية، مالية، اقتصادية. هندسية، .. الخ.

<sup>1</sup>مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص ص121-123.

<sup>2</sup>زريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص ص62-65.

## الفصل الأول:..... مدخل للتحليل المالي

- **التحقق من تطبيق الفروض المحاسبية المتعارف عليها:** إذ أن مشكلة القياس المحاسبي من أخطر المواضيع التي تواجه المحلل المالي، ولذلك من الضروري أن تكون القوائم المالية المعتمدة من قبل مراجع قانوني مؤهل علميا وعمليا وذو خبرة، مع ذلك على المحلل المالي أن يتأكد بنفسه من تطبيق المبادئ المحاسبية المتعارف عليها، محليا اذا كانت المقارنة محلية ودوليا أو مطابقة لنفس الدول التي يتواجد ضمنها المشروع محل المقارنة، وعند اكتشاف مخالفات محاسبية يتطلب من المحلل المالي أن يدخل التعديلات اللازمة على القوائم المالية ويجعلها معبرة بصدق عن حقيقة أعمال المشروع، وأن يقدر على القيام بذلك يقوم بالإفصاح عن هذه الحقائق ويضعها أمام المستفيدين من عملية التحليل المالي.

- **إعادة تبويب القوائم المالية بما يتناسب مع عملية التحليل:** ونقصد بذلك تبويب العناصر أي الأرقام المعروضة في القوائم المالية إلى مجموعات تضم عناصر متجانسة، بحيث تعبر كل مجموعة عن حقيقة معينة بصورة دقيقة، وهذا يستلزم القيام بتعريف واضح للمصطلحات المكونة للعناصر المتكونة منها القوائم المالية، التشغيلية، مع التأكد من ثبات هذا التبويب من سنة إلى أخرى وترتيب هذه الحقائق بشكل مبسط لتسهيل قراءتها وفهم مدلولاتها.

- **وضع خطة العمل واختيار أدوات التحليل المالي المناسبة:** إن وضع خطة عمل شاملة ومحددة أمر ضروري لإنجاز عملية التحليل المالي، وتتضمن الخطة وقت انجاز عملية التحليل لأهميته في اتخاذ القرار، ولكون الظروف المالية في تغير متسارع مع تحديد الاحتياجات النوعية والكمية من البيانات والمعلومات وحجم الكادر السائل وتحديد مستوى الكفاءة والقدرة على تنفيذ الواجبات التي تناط به، ويعتمد ذلك أيضا على نوعية المعلومات والبيانات المتوفرة والمقاييس والهدف من عملية التحليل وإمكانية المحلل وخبرته، فلا بد من اختيار المؤشرات التي تتلاءم مع الهدف من عملية التحليل ولا بد من تحديد الأهمية النسبية ووزن كل مؤشر والتركيز على أدوات محددة عند بداية التحليل وعند الحاجة إلى أدوات أخرى يتم التوسع بإضافة أدوات تحليل جديدة للوصول إلى تحليل علمي دقيق للمشروع ولمعرفة التغيرات التي طرأت على عناصر القوائم المالية ومدى التقدم أو التراجع يتم استخدام طريقة مقارنة البيانات المالية لسنوات مختلفة ولتقادي عيوب هذه الطريقة يتم اختيار طريقة مقارنة الاتجاهات بالاستناد للرقم القياسي ولمعرفة مصادر الأموال بين مختلف عناصر الخصوم من حيث ومعرفة بند عن بنود الأصول والخصوم وكيفية توزيع مصادر الأموال بين مختلف عناصر الخصوم من حيث كونها قصيرة الأجل أو طويلة الأجل أو استخدامات متداولة أو ثابتة ويمكن استخدام قائمة التدفق النقدي لتحديد صافي التدفقات النقدية، ولمعرفة العلاقة بين بنود القوائم المالية يتم التحليل المالي باستخدام النسب المالية، ولتحديد حجم المبيعات وسعر الوحدة الواحدة ومقدار الإيرادات التي يحققها المشروع والأرباح يتم استخدام نقطة التعادل.

- **الاستنتاجات والتوصيات:** القيام بعرض الاستنتاجات التي يحصل عليها المحلل المالي وترتبط عملية الاستنتاجات بطبيعة البيانات والمعلومات المستخدمة والمتاحة ودقة عرضها وقدرة المحلل على الربط بينها وطبيعة النسب المالية المستخدمة واستقرارها ومعرفة ما ورائها والاطلاع المفصل على أنشطة المشروع وتحديد

## الفصل الأول:..... مدخل للتحليل المالي

العناصر الأهم منها واقتراح التوصيات المناسبة بهذا الشأن، وإدراج كل ذلك في التقرير النهائي الذي يجب أن يتصف بالوضوح والبساطة والعلمية، وأن تكون المقترحات منطقية تتلاءم مع أهداف عملية التحليل.

### المطلب الثاني: شروط التحليل المالي

حيث ينبغي أن تتوفر في التحليل المالي شروط معينة لضمان دقة ومصداقية التحليل في التعبير الحقيقي عن الوضع المالي للمنشأة<sup>1</sup>:

- مدى مرونة التحليل المالي في قياس التغيرات الحاصلة في الفترة المالية (حساسية التحليل)؛
- مدى شمولية التحليل المالي لأنشطة المنشأة، حيث يظهر المؤشرات المختلفة عن نشاطات المنشأة وقد يتم توجيه التحليل جزئياً لخدمة نشاط معين أو اتخاذ قرار معين في نشاط محدد؛
- مدى كون التحليل المالي اقتصادياً في الكلفة والجهد والوقت لقياس المتغيرات ضمن فترة مالية محددة؛
- مدى استجابة التحليل المالي لقياس التنبؤ في المستقبل وليس على أساس الظروف التاريخية للمنشأة فقط، وأن يكون هذا القياس قصير الأجل أو طويل الأجل حسب متطلبات المنشأة من توقعات التدفقات النقدية والتمويل والأرباح وإلى آخره؛
- مدى استجابة التحليل لسرعة القياس والانجاز لتجاوز التقادم على البيانات والمعلومات؛
- مدى تطور الأساليب والأدوات للتحليل المالي مع التقدم العلمي والتكنولوجي والاتصالات التي تشهدها العالم في عصر العولمة الجامعة.

### المطلب الثالث: مقومات التحليل المالي

التحليل المالي كأى فرع من فروع المعرفة الإنسانية يستند إلى مجموعة مقومات يهدف من خلالها تحقيق أغراضه النظرية والعلمية ولعل أبرز هذه المقومات<sup>2</sup>:

- للوصول إلى أهداف العملية التحليلية كنتائج يتم تحقيقها في سياق التحليل لابد للمحلل أن يبرز الحقائق التي يستند عليها قبل تفسيرها. هذا يعني أن التحليل يتضمن مادة أولية متمثلة بالبيانات يعتمد عليها المحلل، والتي تعبر حقائق مر بها المشروع في فترة زمنية معينة تتطلب تحويلها إلى مؤشرات مالية من خلال إيجاد العلاقات القائمة بين هذه البيانات بالاعتماد على مجموعة من الطرق والأساليب التي تقدم تصوراً عن واقع حال المشروع وما سيكون عليه المستقبل.

<sup>1</sup>عدنان تايه النعيمي، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص101.

<sup>2</sup>محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني (الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية)، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2003، ص4-5.

## الفصل الأول:..... مدخل للتحليل المالي

- لتحقيق غايات التحليل بدقة ومصداقية لا بد من توفر مدخلات دقيقة للعملية التحليلية، أي أن مخرجات العملية التحليلية المتمثلة بالمعلومات التي تصاغ من خلال إيجاد العلاقات المتداخلة من البيانات التي يتم الاستناد عليها تعتمد بالدرجة الأولى على صحة البيانات التي تعتبر المادة الأولى للعملية التحليلية.

- تمتع المحلل المالي بالمعرفة والدراية الكافية بظروف المشروع الداخلية والخارجية قبل قيامه بتحليل بيانات المشروع، بالإضافة الى ذلك لا بد أن يكون مؤهلاً تأهيلاً علمياً وعملياً مناسباً، ويتميز بخصائص المقدرة الديناميكية وقادراً على استخدام الأساليب والوسائل العلمية للتحري المالي للوصول إلى غايات تحليل وتفسير النتائج التي سيتوصل إليها لاستقراء المستقبل.

### المطلب الرابع: معايير التحليل المالي

يستخدم المحلل المالي مجموعة من المعايير للتعبير عن مستوى الأداء المالي الإيجابي منها وسلبه نذكر منها أهم هذه المعايير<sup>1</sup>:

- **المعايير المطلقة:** وهي المعايير التي تأخذ صفة ثابتة أو مقدار ثابت تم اختياره بناء على تجارب ودراسات ميدانية وقد تم الاتفاق على هذا المعيار بين شركات كثيرة وكتاب كثيرون لدراسة حالة معينة ويستخدم هذا المعيار من أجل مقارنة ما هو فعلي أو متحقق مع هذا المعيار فمثلاً لو كانت نسبة التداول المستخرجة من الكشوفات الخاصة لمنشأة معينة هي 1.3 فإن المحلل سوف يقارن هذه النسبة مع النسبة المعيارية المتفق عليها والمقدرة ب 1.2.

- **المعايير التاريخية:** وهذه المعايير تستند إلى مؤشرات تاريخية التي استخرجت من الكشوفات المالية للمنشأة فمثلاً تتسم مقارنة نسبة العائد على الاستثمار لعام 2000 مع معدلات العائد على الاستثمار للأعوام الماضية، ويبيدي المحلل المالي الحكم على هذا المؤشر من خلال مقارنته بالمؤشرات الماضية أو التاريخية.

- **المعايير المستهدفة:** تستوحي هذه المعايير من البيانات التي توضع في الخطة ويمكن للمحلل أن يقارن ما هو متحقق فعلي وما هو مخطط له أن يحصل أو يتحقق فإذا كانت نسبة الربحية المتحققة فعلاً والتي تقترض أن تكون 0.18 تعني أن الربحية المتحققة أقل مما هو مخطط له.

- **المعايير الصناعية:** وهذه المعايير تعتمد على المؤشرات التي يتفق عليها من قبل الشركات التي تعمل داخل الصناعة الواحدة. والمتماثلة عادة في النشاط حيث تقوم معظم الشركات في العالم أن لم يكن كلها بوضع معايير ومؤشرات أو نسب يمكن من خلالها الحكم على وضع الشركة، أو مقارنة الوضع الحقيقي للشركة مع هذه المعايير ومن ثم يطلق عليها المعايير الصناعية.

<sup>1</sup> عبد الستار مصطفى الصباح، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2003، ص ص53-54.

## الفصل الأول:..... مدخل للتحليل المالي

### المبحث الثالث: استعمالات التحليل المالي

نظرا لتزايد أهمية التحليل المالي في الكثير من المؤسسات أصبح من اللازم على كل مهتم به أن يتعرف على استعمالاته من حيث مجالاته والجهات المستفيدة منه وأهم أدواته.

#### المطلب الأول: مجالات التحليل المالي

يستعمل التحليل المالي للتعرف على أداء واتخاذ القرارات ذات الصلة بها، ويمكن استعمال التحليل المالي لخدمة أغراض متعددة أهمها<sup>1</sup>:

- **التحليل الاستثماري:** يهدف إلى معرفة العائد على الاستثمار، وهيكله الأموال الدائمة ومعرفة مديونية المؤسسة على المدى الطويل، والسيولة في المدى القصير.
- **التحليل الائتماني:** يهدف إلى معرفة الأخطار المحتملة والتي يمكن أن يواجهها المقرض (البنوك، مؤسسات مالية، ... الخ) وعلاقته مع المقرض وتقييمها، واتخاذ القرارات انطلاقا من عملية التحليل.
- **تحليل الاندماج والشراء:** يهدف هذا التحليل إلى تقييم أصول المؤسسة المزمع شرائها في حالة اندماج مؤسستين في مؤسسة واحدة مع زوال الشخصية القانونية لكل منهما.
- **تحليل تقييم الأداء:** يشمل تحليل الربحية أو المردودية وكفاءة إدارة المؤسسة والأداء المالي لها، بالإضافة إلى السيولة واتجاهات النمو.
- **التحليل من أجل التخطيط:** يعتبر التحليل الاستراتيجي ضروريا لكل مؤسسة تريد وترغب في البقاء في المنافسة خاصة في ظل التقلبات المستمرة التي تعترض أسواق المواد الأولية، المنتجات، السلع والخدمات. والتحليل المالي يعتبر من الوسائل والأدوات التي يمكن استخدامها في التخطيط الاستراتيجي.

#### المطلب الثاني: الجهات المستفيدة من التحليل المالي

هناك جهات عديدة تستفيد من نتائج التحليل المالي والتي تظهر على شكل نسب أو مؤشرات مقررّة بالاستنتاجات والتوصيات ومن بين أهم الجهات المستفيدة من التحليل المالي<sup>2</sup>:

- **الإدارة المالية في المؤسسة:** يساعد التحليل المالي المدير في تحديد مواطن القوة والضعف وتصحيح الأداء بغرض تحقيق الهدف الأساسي وهو تعظيم قيمة المنشأة، وقد يتطلب ذلك العمل على زيادة حجم المبيعات أو رفع أسعارها أو خفض الأنواع المختلفة من التكاليف لغرض زيادة هامش الربح. ومن جهة أخرى

<sup>1</sup>شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقا للمعايير الدولية للإبلاغ المالي، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص ص57-58.

<sup>2</sup>أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص ص76-77.

## الفصل الأول:..... مدخل للتحليل المالي

فإن اهتمام الإدارة المالية بالسيولة يجعلها تتابع نتائج التحليل المالي لتمكينها من الوفاء بالتزاماتها عند الاستحقاق، كما قد نجد أنه من الضروري زيادة كفاءة تحصيل ديونها من الزبائن أو زيادة مستوى الخزينة.

- **الدائنون:** يقوم الموردون بالتحليل المالي للمنشأة قبل أن يتخذوا قرارات توريد المواد الأولية وبيعها على الحساب، وكلما قصر البيع الآجل كلما اهتم المورد بتحليل السيولة، حيث كلما زاد أجل البيع الآجل كلما اهتم المورد بتحليل الربحية كذلك.

كما وتتولى المصارف الاستعلام عن المركز الائتماني للمنشأة قبل تقديم التسهيلات المصرفية مستندا إلى نتائج التحليل المالي، فكل مصرف يرغب في التأكد من أن قروضه المقدمة للمنشأة تسهم في خلق القدرة الذاتية لها على تسديد القروض الممنوحة.

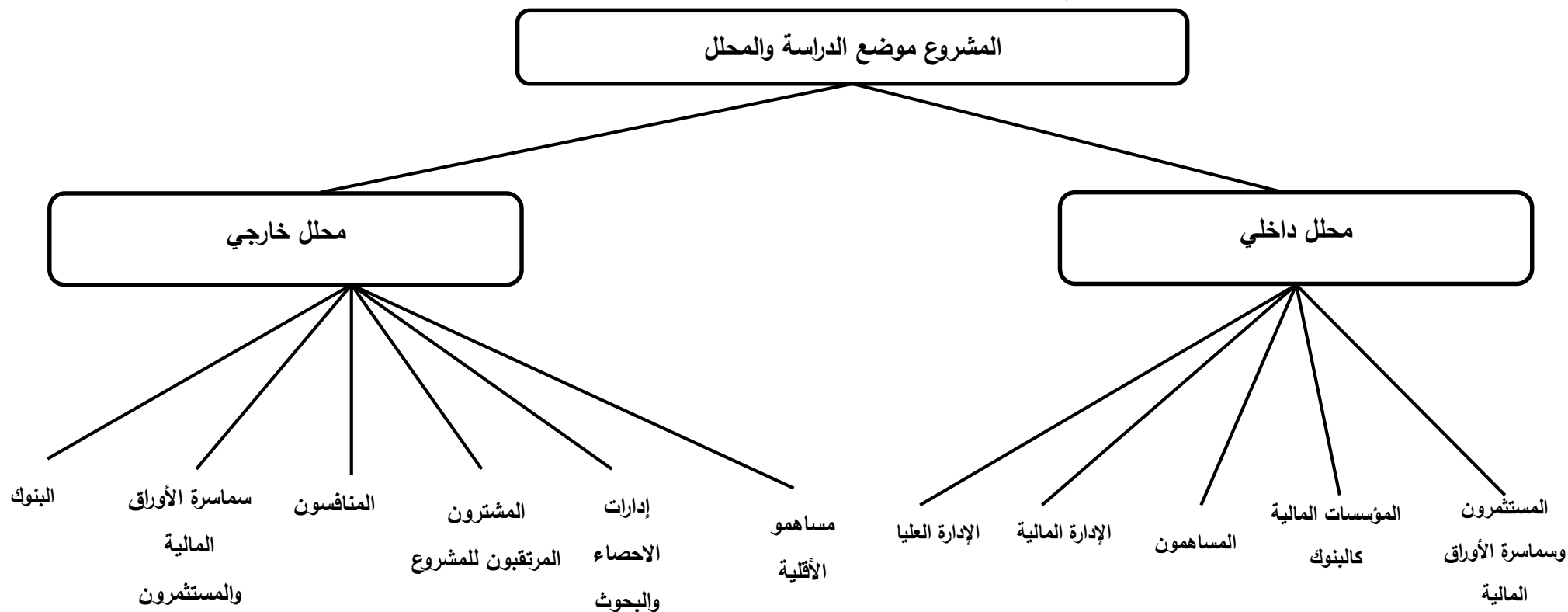
- **المستثمرون:** مهما كانت طبيعة المستثمر فإنه يفضل اتخاذ قرار الاستثمار (شراء أسهم الشركة) استنادا إلى دراسة تعتمد جزئيا على مؤشرات التحليل المالي وهي: الربحية، السيولة، انخفاض المخاطرة، المديونية... الخ.

- **أسواق المال:** من متطلبات إدراج الشركات لتداول أسهمها في الأسواق المالية ونشر كشوفات مالية لسنتين متعاقبتين وتقوم الأسواق بتحليل هذه الكشوفات ونشرها في دوريات ونشرات لتوضيح الأداء التاريخي للمنشآت ومساعدة المستثمرين والمهتمين في اتخاذ قراراتهم وفق أسس علمية.

- **الدولة:** تستخدم بعض المؤسسات التابعة للدولة مؤشرات التحليل المالي في رقابة الأسعار وفي تحصيل الضرائب ومراقبة المنشآت التي تتمتع بدعم حكومي، كما تستخدم مؤشرات التحليل المالي في اعداد الخطط المستقبلية على المستوى الكلي أو القطاعي. ويمكن توضيح هذه الأطراف في الشكل التالي:

## الفصل الأول: مدخل للتحليل المالي .....

الشكل رقم (01): الأطراف المستفيدة من التحليل المالي



المصدر: عبد الغفار حنفي/ الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسات شباب الجامعة، الاسكندرية، 2007، ص56.



### المطلب الثالث: أدوات التحليل المالي

هناك أداتين أساسيتين للتحليل المالي تتمثلان في التحليل بواسطة المؤشرات المالية والتحليل المالي بواسطة النسب المالية.

#### الفرع الأول: التحليل المالي بواسطة المؤشرات المالية

هناك عدة مؤشرات يستند عليها المحلل المالي لإبراز مدى توازن المؤسسة من أهمها رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل، الخزينة.

#### - رأس المال العامل (FR)

• **تعريف رأس المال العامل:** "يمثل رأس المال العامل مجموع الأموال المستثمرة في الأصول المتداولة ويطلق عليه أيضا رأس المال التشغيلي أو رأس المال الدائر"<sup>1</sup>.

"ويعرف رأس المال العامل على أنه عبارة عن هامش سيولة، يسمح للمؤسسة بمتابعة نشاطها بصورة طبيعية دون صعوبات أو ضغوطات مالية على مستوى الخزينة، فتحقق رأس مال موجب داخل المؤسسة يؤكد امتلاكها لهامش أمان يساعدها على مواجهة الصعوبات وضمان توازن هيكلها المالي"<sup>2</sup>.

• **الحالات المتعلقة برأس المال العامل:** يمكن عرض حالات رأس المال العامل تبعا لكل منظور كالتالي:

✓ **منظور أعلى الميزانية:** "يعبر رأس المال العامل عن العلاقة بين الأموال الدائمة والأصول الثابتة"<sup>3</sup>.

ويحسب كما يلي<sup>4</sup>:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول الثابتة}$$

<sup>1</sup> محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 2008، ص161.  
<sup>2</sup> اليمين سعادة، استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشيد قراراتها-دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة أجهزة القياس والمراقبة-العلمة سطيف، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2008-2009، ص59.

<sup>3</sup> الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دروس وتطبيقات، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص68.

<sup>4</sup> Jean barreau, jacqueline Delahaye, **Gestion Financière Manuelle et Applications**, 7eme édition dunod , paris, 1998, p132 .

ويمكن التمييز بين ثلاثة حالات<sup>1</sup>:

### الحالة الأولى: رأس المال العامل موجب

أي أن الأموال الدائمة أكبر من الأصول الثابتة في هذه الحالة يعبر رأس المال العامل عن فائض الأموال الدائمة المتبقي بعد تمويل كل الأصول الثابتة أي أن المؤسسة استطاعت تمويل جميع استثماراتها بواسطة مواردها المالية الدائمة وحقت فائض تمثل في رأس المال العامل.

### الحالة الثانية: رأس المال العامل سالب

أي أن الأموال الدائمة أقل من الأصول الثابتة، وفي هذه الحالة الأموال الدائمة غير كافية لتمويل جميع الاحتياجات المالية الثابتة حيث يلبي جزء منها هذه الاحتياجات فقط، مما يستدعي البحث عن موارد مالية أخرى لتغطية العجز في التمويل.

### الحالة الثالثة: رأس المال معدوم

أي أن الأموال الدائمة تساوي الأصول الثابتة، وهي حالة نادرة الحدوث أي تمثل حالة التوافق التام في هيكل الموارد والاستخدامات وتمثل الوضع الأمثل لتسيير عملية تمويل الاحتياجات المالية في المؤسسة.

✓ منظور أدنى الميزانية: يعبر رأس المال العامل عن الفرق بين الأصول المتداولة والقروض قصيرة الاجل ويحسب كما يلي:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأصول الدائمة} - \text{الخصوم الجارية}$$

حيث يمثل رأس المال العامل من أدنى الميزانية مدى قدرة المؤسسة على الاستجابة للمستحقات قصيرة الاجل عن طريق تحويل أصولها المتداولة الى نقود سائلة، يتم بواسطة تسديد القروض قصيرة الاجل.

ويمكن التمييز بين ثلاثة حالات<sup>2</sup>:

### الحالة الأولى: رأس المال العامل موجب

أي أن الأصول المتداولة أكبر من القروض قصيرة الاجل، بمعنى أن المؤسسة تستطيع مواجهة القروض قصيرة الأجل باستخدام أصولها المتداولة ويسمى فائض مالي يمثل هامش أمان وهو رأس المال العامل حيث تلعب درجة تحقيق السيولة دور هام في التوازن المالي للمؤسسة.

<sup>1</sup>الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص ص 68-69.

<sup>2</sup>المرجع السابق، ص ص 69-70.

### الحالة الثانية: رأس المال العامل معدوم

أي أن الأصول المتداولة تساوي القروض قصيرة الأجل في هذه الحالة تتمكن المؤسسة من تغطية القروض قصيرة الأجل باستخدام الأصول المتداولة دون تحقيق فائض ولا عجز وهي حالة مثلى نادرة الحدوث.

### الحالة الثالثة: رأس المال العامل سالب

أي أن الأصول المتداولة أقل من القروض قصيرة الأجل، في هذه الوضعية تكون الأصول المتداولة القابلة للتسييل في الأجل القصير غير كافية لتغطية الاستحقاقات التي ستسدد في الأجل القصير.

• أنواع رأس المال العامل: وينقسم رأس المال العامل إلى:

- ✓ رأس المال العامل الصافي: هو الجزء من الدائمة المستخدم في تمويل جزء من الأصول المتداولة، وهو رأس المال العامل الذي رأيناه سابقاً<sup>1</sup>.
- ✓ رأس المال العامل الإجمالي: يقصد به مجموع عناصر الأصول التي تستغرق سرعة دورانها السنة أو أقل، والتي تشمل قيم كل من قيم الاستغلال، القيم غير محققة والقيم الجاهزة.

ويحسب رأس المال العامل الإجمالي بالطريقة التالية<sup>2</sup>:

رأس المال العامل الإجمالي = مجموع الأصول المتداولة

أو

رأس المال العامل الإجمالي = الأصول - الأصول الثابتة

- ✓ رأس المال العامل الخاص: يبين مدى تغطية الأموال الخاصة المتكونة من حقوق الملكية لمساهمين للأصول الثابتة، دون الاستعانة بالجزء المتبقي من الأموال الدائمة والقروض طويلة الأجل، أو مدى اكتفاء المؤسسة الخاصة بدون الاستعانة بالموارد المالية الأجنبية.

ويتم حسابه وفق العلاقة التالية:

رأس المال العامل الخاص = الأموال الخاصة - الأصول الثابتة

وبتعويض الأموال الخاصة ب (الخصوم - مجموع الديون) والأصول الثابتة ب (الأصول - الأصول المتداولة) نحصل على رأس المال العامل الخاص من أسفل الميزانية:

رأس المال العامل الخاص = الأصول المتداولة - مجموع الديون

<sup>1</sup> زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص50.

<sup>2</sup> اليمين سعادة، مرجع سبق ذكره، ص60.

✓ رأس المال العامل الأجنبي: "يبين قيمة الموارد المالية في المؤسسة والمتمثلة في اجمالي الديون وهنا لا ينظر إلى الديون بالمفهوم السلبي لها، بل كموارد ضرورية لتنشيط عملية الاستغلال، وأصبح من الضروري على المؤسسات أن تؤمن لنفسها موارد مالية متاحة عند الضرورة، والتصق دور البنوك والمؤسسات المالية المانحة للقروض بنشاط المؤسسات، وأصبح ملجأ لها لتدارك العجز في الخزينة ويحسب رأس المال العامل الأجنبي وفق الصيغة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الأجنبي} = \text{اجمالي الديون}$$

- احتياجات رأس المال العامل (BFR)

• تعريف احتياجات رأس المال العامل: "يمكن تعريف الاحتياجات من رأس المال العامل على أنها رأس المال العامل الأمثل، أي الجزء من الأموال الدائمة الممول لجزء من الأصول المتداولة، والذي يضمن للمؤسسة توازنها المالي الضروري، وتظهر هذه الاحتياجات عند مقارنة الأصول المتداولة مع الموارد المالية قصيرة الأجل، ويمكن حساب هذه الاحتياجات بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{احتياجات رأس المال العامل} = (\text{الأصول المتداولة} - \text{النقدية}) - (\text{الديون قصيرة الأجل} - \text{السلفات المصرفية})$$

وقد تم استبعاد النقدية لأنها لا تعتبر من احتياجات الدورة، كما أن السلفات المصرفية أيضا عبارة عن ديون سائلة مدتها قصيرة جدا ولا تدخل ضمن موارد الدورة، لأنها تقتصر غالبا في نهاية الدورة للتسوية.

كما يمكن حساب احتياجات رأس المال العامل بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$\text{احتياجات رأس المال العامل} = (\text{المخزون} + \text{الزبائن}) - \text{الموردون}$$

• أنواع احتياجات رأس المال العامل: تنقسم احتياجات رأس المال العامل إلى<sup>3</sup>:

✓ احتياجات رأس المال العامل للاستغلال (BFRE): تمثل احتياجات رأس المال العامل للاستغلال الفرق بين الاحتياجات الدورية للاستغلال والموارد للاستغلال.

$$\text{احتياجات رأس المال العامل للاستغلال} = \text{احتياجات الاستغلال} - \text{موارد الاستغلال}$$

تسمح الاحتياجات في رأس المال العامل للاستغلال بقياس كتلة الأصول الدورية المرتبطة بالاستغلال إذ تعد كاحتياجات دائمة لأنها تتجدد مع نشاط استغلال المؤسسة، لكن ظهور الاحتياجات لرأس المال العامل برصيد سالب تفسر وجود فائض مالي للاستغلال ناتج عن اللجوء العام للمديونية قصيرة الأجل.

<sup>1</sup>مليلة زغيب، ميلود بوشنقير، مرجع سابق، ص52.

<sup>2</sup>Rebert Papin, l'Art de Diriger, 2'eme édition, Dunod, Paris, 2002, p91.

<sup>3</sup>حميسي شبيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، 2010، ص75.

✓ احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال (BFRHE): تحسب من خلال الفرق بين الاحتياجات الدورية خارج الاستغلال والموارد الدورية خارج الاستغلال.

احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال = احتياجات خارج الاستغلال - موارد خارج الاستغلال

تضم الاحتياجات الدورية خارج الاستغلال الأصول الدورية التي ليس لها علاقة مباشرة مع الاستغلال العادي للمؤسسة: أموال مكتسبة غير مستدعاة، قروض ممنوحة للعمال، تسبيقات ممنوحة لموردي الاستثمارات... الخ.

أما الموارد الدورية خارج الاستغلال، فتضم الوسائل الموجودة تحت تصرف المؤسسة دون علاقة مباشرة مع الاستغلال العادي: الديون غير المالية (كالدیون على الاستثمارات)، رصيد الضريبة على أرباح الشركات، أرباح السندات الموزعة، النواتج المقيدة سلفا (غير المخصصة للاستغلال).

✓ الاحتياجات الاجمالية لرأس المال العامل: تتكون هذه الاحتياجات من احتياجات رأس المال العامل للاستغلال مضافا إليها احتياجات رأس المال خارج الاستغلال.

الاحتياجات الاجمالية لرأس المال العامل = BFRHE + BFRE

• حالات احتياجات رأس المال العامل: تتمثل حالات احتياجات رأس المال العامل فيما يلي<sup>1</sup>:

**الحالة الأولى:** الاحتياجات من رأس المال العامل = 0

تتحقق هذه الحالة عندما تكون موارد الدورة تغطي احتياجات الدورة، هنا يتحقق توازن المؤسسة مع الاستغلال الأمثل للموارد.

**الحالة الثانية:** الاحتياجات من رأس المال العامل < 0

هذه الحالة تدل على أن المؤسسة بحاجة إلى مصادر أخرى تزيد مدتها عن سنة، وذلك لتغطية احتياجات الدورة وتقدر قيمة تلك المصادر بقيمة الاحتياجات من رأس المال العامل مما يستوجب وجود رأس مال عامل موجب لتغطية العجز.

**الحالة الثالثة:** الاحتياجات من رأس المال العامل > 0

هذه الحالة ننصح المؤسسة بعدم الاحتفاظ بهامش كبير من الديون قصيرة كي لا تقع في مشكل تجميد الأموال، ومن الأفضل توظيفها.

<sup>1</sup> فاطمة ساجي، مطبوعة في مقياس التحليل المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص إدارة مالية ومالية التأمينات والبنوك، جامعة ابن خلدون تيارت، الجزائر، 2016-2017، ص ص 26-27.

- الخزينة الصافية (TN)

• **تعريف الخزينة الصافية:** "الخزينة الصافية هي مجموع الأموال الجاهزة التي توجد تحت تصرف المؤسسة لمدة دورة استغلالية، أي مجموع الأموال السائلة التي تستطيع المؤسسة استخدامها فوراً، وللخزينة الصافية أهمية كبيرة لأنها تعبر عن وجود توازن مالي بالمؤسسة، وتحسب كما يلي"<sup>1</sup>:

الخزينة الصافية = القيم الجاهزة - السلفات المصرفية

أو

الخزينة الصافية = رأس المال العامل - احتياجات رأس المال العامل

• **الحالات الممكنة للخزينة الصافية:** من خلال مقارنة رأس المال العامل مع احتياج رأس المال العامل ينتج لدينا الحالات الممكنة للخزينة:

**الحالة الأولى: الخزينة الصفرية**

تعتبر هذه الحالة هي الحالة المثلى للخزينة، وهنا تكون المؤسسة قد حققت توازنها المالي وذلك بتساوي كل من رأس المال العامل واحتياجات رأس المال العامل، لكن لا بد من أخذ الحذر، وبالتالي ضرورة جلب موارد جديدة من أجل ضمان تغطية احتياجاتها المستقبلية.

**الحالة الثانية: الخزينة الموجبة**

في هذه الحالة تكون الموارد الدائمة أكبر من الأصول الثابتة، وبالتالي يكون هناك فائض في رأس المال العامل مقارنة بالاحتياج في رأس المال العامل، ويظهر هذا الفائض في شكل سيولة، وهو ما يشكل خزينة موجبة بإمكانها تمويل جزء من الأصول المتداولة التي قد تفوق الخصوم المتداولة.

**الحالة الثالثة: الخزينة السالبة**

في هذه الحالة يكون رأس المال العامل أقل من الاحتياج في رأس المال العامل، وهنا تكون المؤسسة بحاجة إلى موارد مالية لتغطية الاحتياجات المتزايدة من أجل استمرار النشاط.

<sup>1</sup>تجار حياة، محاضرات في التحليل المالي في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر، 2016-2017، ص 21.

### الفرع الثاني: التحليل المالي بالنسب المالية

#### - تعريف النسب المالية:

"النسب المالية ماهي إلا علاقة بين بسط ومقام، وقيم البسط والمقام هي البيانات والأرقام المحاسبية التي تعرضها الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، شرط أن تكون العلاقة معبرة عن جزء الأداء ومرتبطة به ومفسرة له، وهذا يعني أن هناك علاقات بين البيانات المحاسبية يجب اعتمادها دون الاخلال بمكونات البسط أو بمكونات المقام"<sup>1</sup>.

#### - أسس التحليل المالي بواسطة النسب المالية

هناك مجموعة من الفوائد والأسس التي يجب على المحلل المالي أخذها بعين الاعتبار عند العمل على استخدام النسب كطريقة لإعداد التحليل المالي المطلوب وتتمثل هذه الأسس في<sup>2</sup>:

• **تحديد الهدف من عملية التحليل بوضوح:** لا بد على المحلل المالي أن يتعرف على الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه من عملية التحليل وتحديد الهدف بدقة يساعد على فهم المحلل لطبيعة عمله، واختيار التسلسل المنطقي والصحيح لعملية التحليل.

• **تحديد النطاق الصحيح لعملية التحليل:** يجب على المحلل المالي أن يستند إلى الهدف المراد تحقيقه من أجل تحديد مصادر البيانات التي يستعين بها والقوائم المشمولة وتحديد الفترة المالية الخاضعة لعملية التحليل.

• **تحديد الحد الأقصى والأدنى المقبول لكل نسبة:** تعد النتيجة المحسوبة دلالة واضحة على طبيعة ما تمثله من عناصر ونشاطات المؤسسة لكن ليس بالضرورة دائما أن يدل ارتفاع النسبة على مستوى جيد في جميع الأحوال.

• **وضع النسبة المعيارية- للنسب المحسوبة:** يتم وضع نسب معيارية يمكن مقارنتها مع النسب المحسوبة لتحليل نشاطات المؤسسة، وبالتالي معرفة وضع المؤسسة نسبة إلى الأوضاع المعيارية.

• **اختيار النسب التي تحقق الهدف من التحليل:** تتجاوز عدد النسب التي يمكن تركيبها وكل نسبة تؤدي إلى تحقيق هدف يختلف عن الهدف الذي تؤديه النسب الأخرى لذلك يجب على المحلل المالي ان يختار النسب التي تؤدي إلى تحقيق الهدف من التحليل الذي يقوم به.

• **تركيب النسب الإضافية بطريقة منطقية:** عندما تكون هناك حاجة إلى تركيب نسب لها وظائف خاصة بهدف التحليل فإن هناك أسس تأخذ بعين الاعتبار عند تركيبها.

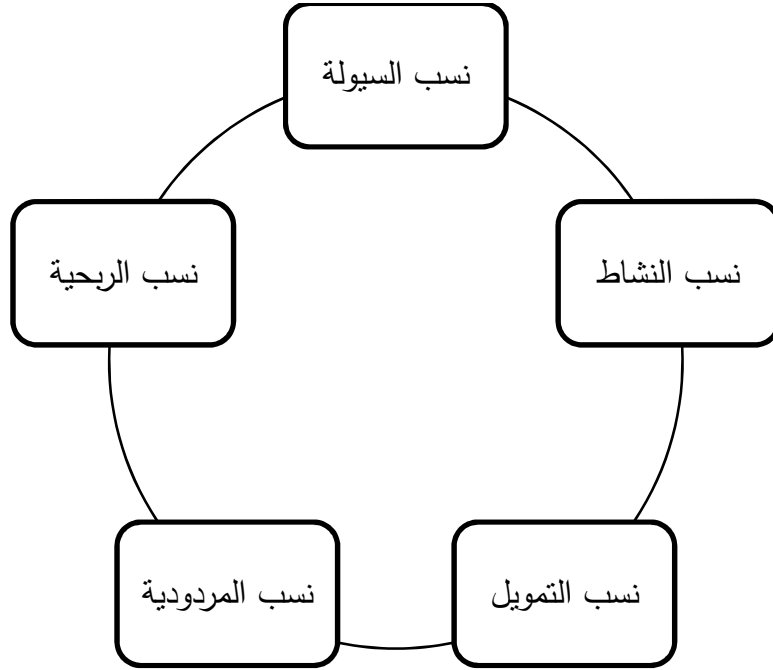
• **تحديد المعنى الصحيح والتفسير الواقعي لما تعنيه لكل نسبة والدلالات والمؤشرات التي تشير إليها تلك النسب.**

<sup>1</sup>زهرة حسن العامري، علي خلف الركابي، أهمية النسب المالية في تقويم الأداء-دراسة ميدانية في شركة المشاريع النفطية-مجلة الإدارة والاقتصاد العدد 63، 2007، ص 11.

<sup>2</sup>عبد الحلیم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 157.

- أنواع النسب المالية:

الشكل رقم (02): أنواع النسب المالية



المصدر: من إعداد الطالبتين

• نسب السيولة

"تهدف هذه المجموعة من النسب المالية إلى تحليل وتقييم الأصول المتداولة والخصوم المتداولة بهدف الحكم على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها الحالية (المتداولة) يتم تسديدها من النقدية لذلك يجب على المؤسسة أن تحتفظ بمقادير كافية من هذه الأصول (التي يسهل تحويلها إلى نقدية) تفوق وتزيد عن مقدار الخصوم المتداولة، وذلك لأن بعض هذه الأصول قد يحتاج إلى فترة زمنية طويلة لكي تتحول إلى نقدية"<sup>1</sup>.

وهذه النسب تشمل:

✓ **نسبة التداول (نسبة السيولة العامة):** تشير هذه النسبة إلى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل (الخصوم الجارية) من خلال الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها إلى نقدية في المدى القصير، ويتم حساب نسبة التداول بقسمة مجموع الأصول المتداولة على مجموع الخصوم المتداولة وتحسب النسبة كما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> الشريف عليان وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص ص190-191.

<sup>2</sup> حمزة شباح، تطبيق مبدا التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة مؤسسة الخزف الصحي-بالميلية- جيجل، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر، 2013-2014، ص82.



نسبة التداول = الأصول المتداولة ÷ الخصوم المتداولة

وكما كانت هذه النسبة أكبر من الواحد (1) دل ذلك عن قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل دون صعوبة.

✓ **نسبة السيولة المنخفضة (السريعة):** هذه النسبة أكثر تشددا من نسبة التداول، إذ أنها تركز فقط على الأصول سريعة التحول إلى نقدية وبالتالي فهي تستبعد الأصول الأقل سيولة مثل المخزون السلعي لأنه أكثر عنصر من عناصر الأصول المتداولة تعرضا للانخفاض من قيمته وأكثر احتياجا للوقت للتحول إلى نقدية والمعيار النمطي لهذه النسبة هو 1.1 وهي تمثل الحد الأدنى للحكم على سيولة المؤسسة ولكن لا يمكن تعميم هذا المعيار النمطي نظرا لاختلاف الظروف من سنة لأخرى.<sup>1</sup>  
وتحسب هذه النسبة كما يلي<sup>2</sup>:

نسبة السيولة المنخفضة = (الأصول المتداولة - المخزون) ÷ الديون قصيرة الأجل

✓ **نسبة السيولة الجاهزة:** توضح هذه النسبة مقدار النقدية المتاحة لدى المؤسسة في وقت معين لمقابلة الالتزامات قصيرة الأجل، وتقيس السيولة دون اعتبار الذمم أو المخزون، وعليه فهي تبين للمؤسسة هل يجب عليها أن تحصل جزء من الذمم أم هي مجبرة على بيع البعض من مخزونها حتى تتمكن من مواجهة الديون قصيرة الأجل، وتحسب هذه النسبة كما يلي<sup>3</sup>:

نسبة السيولة الجاهزة = النقدية ÷ الديون قصيرة الأجل

<sup>1</sup> الشريف عليان وآخرون، مرجع سابق، ص 38،

<sup>2</sup> مليكة زغييب، ميلود بوشنقىير، مرجع سابق، ص 38.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 38.

• نسب النشاط

تشير هذه النسب إلى مدى قدرة وكفاءة المؤسسة على استخدام وإدارة أصولها في تحقيق رقم الأعمال، وتصمم هذه النسب عادة لتحديد ما إذا كان استثمار المؤسسة في كل أصل من أصولها يبدو معقولا أو أكثر مما ينبغي ومن بين هذه النسب نذكر ما يلي<sup>1</sup>:

✓ **معدل دوران اجمالي الأصول:** توضح هذه النسبة عدد المرات التي تتحول فيها الأصول الى رقم الأعمال وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران اجمالي الأصول} = \text{رقم الأعمال} \div \text{اجمالي الأصول}$$

✓ **معدل دوران الأصول غير الجارية:** يشير معدل دوران الأصول غير جارية إلى مدى كفاءة المؤسسة في استخدام الأصول الثابتة الخاصة بالمؤسسة لتوليد رقم الأعمال، ويحسب كما يلي:

$$\text{معدل دوران الأصول غير الجارية} = \text{رقم الأعمال} \div \text{الأصول غير الجارية}$$

✓ **معدل دوران الأصول الجارية:** يشير هذا المعدل الى مدى كفاءة المؤسسة في استخدام الأصول الجارية في توليد رقم الأعمال، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول الجارية} = \text{رقم الأعمال} \div \text{الأصول الجارية}$$

✓ **مهلة دوران الزبائن:** "تقيس المدة التي تمنحها المؤسسة لزيائنها لتسديد ما عليهم اتجاهها وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{مهلة دوران الزبائن} = (\text{الزبائن والحسابات المدينة المماثلة} \div \text{المبيعات السنوية المتضمنة الرسم}) \times 360$$

النسبة النموذجية لا تتجاوز عادة تسعين (90) يوما، يجب أن تكون أقل من ائتمان الموردين.

✓ **مهلة دوران الموردين:** المدة التي يمنحها الموردين للمؤسسة حتى تتمكن من تسديد ما عليها من ديون وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{مهلة دوران الموردين} = (\text{الموردون والحسابات المماثلة} \div \text{المشتريات السنوية متضمنة الرسم}) \times 360$$

النسبة النموذجية يجب أن تكون هذه المهلة أكبر من مهلة تحصيل الزبائن<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>أزعر محمد سامي، التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المالي المحاسبي-دراسة حالة مؤسسة صيدال الام، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011-2012، ص ص 99-100.

<sup>2</sup>حياة نجار، مرجع سبق ذكره، ص 24.

• نسب التمويل

تقيس هذه النسب مدى اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على مواردها المالية الذاتية وعلى الأموال الأجنبية، على اعتبار أن الأموال الخاصة لا تكفي عادة لتمويل الاستثمارات، كما أن الاعتماد على الديون بشكل مبالغ فيه يمكن أن يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس<sup>1</sup>.

✓ **نسبة التمويل الدائم:** تشير هذه النسبة إلى مستوى تغطية الأصول الثابتة بالأموال الدائمة، فإذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد الصحيح، فإن رأس المال العامل يكون سالبا، وهذا ما يدل على أن جزء من الأصول الثابتة ممولة عن طريق القروض قصيرة الأجل، أما إذا كانت هذه النسبة أكبر من الواحد فهذا يدل على أن الأصول الثابتة ممولة بالأموال الدائمة ويتم حساب هذه النسبة وفق الصيغة التالية<sup>2</sup>:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

✓ **نسبة التمويل الخاص:** تقيس هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة الأصول الثابتة بالأموال الخاصة، كلما كانت هذه النسبة أكبر من الواحد كلما دل ذلك على أن المؤسسة استطاعت تمويل أصولها بواسطة أموالها الخاصة، وهذه الوضعية تسمح للمؤسسة بالحصول على قروض إضافية بسهولة كلما أرادت ذلك والعكس صحيح، وتقاس هذه النسبة بالعلاقة التالية<sup>3</sup>:

$$\text{نسبة التمويل الخاص} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

✓ **نسبة الاستقلالية المالية:** هي مؤشر يقيس حصة الأموال الخاصة في التمويل العام للمؤسسة تتراوح نسبتها النموذجية ما بين حد أدنى 20% وحد أقصى 60%. وتقاس بالعلاقة التالية<sup>4</sup>:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}} \times 100$$

✓ **نسبة التمويل الخارجي:** تعبر لنا هذه النسبة على مدى اعتماد المؤسسة على المصادر الخارجية في تمويل نشاطها، حتى تكون هذه النسبة جيدة يجب أن لا تتجاوز 1، ويتم حسابها بواسطة العلاقة التالية<sup>5</sup>:

$$\text{نسبة التمويل الخارجي} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

<sup>1</sup> مليكة زغييب، ميلود بوشنقير، مرجع سابق، ص 40.

<sup>2</sup> معوج بلال، دور التحليل المالي بالمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة مؤسسة "NCA ROUIBA"، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر، 2015-2016، ص 89-90.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 90.

<sup>4</sup> حياة نجار، مرجع سبق ذكره، ص 25.

<sup>5</sup> فاطمة ساجي، مرجع سبق ذكره، ص 34.

• نسب المردودية

تشير هذه النسب الى مدى كفاءة الإدارة في مدى تحقيق الأرباح، كما أنها تثير اهتمام المستثمرين والإدارة والمقرضين. وتعتبر عن قدرة مسيري المؤسسة على الاستخدام الأمثل لمواردها المتاحة بفعالية وكفاءة للحصول على العائد، ومن أهم هذه النسب نجد<sup>1</sup>:

✓ **المردودية المالية:** تمثل هذه النسبة الربح المتحصل عليه مقابل كل وحدة نقدية من الأموال الخاصة المستعملة وتحسب بالصيغة التالية:

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

من الأحسن أن تكون هذه النسبة مرتفعة حتى لا تواجه هذه المؤسسة صعوبات في جذب مساهمين جدد إذا كانت بحاجة لذلك.

✓ **المردودية الاقتصادية:** تعبر هذه النسبة عن كفاءة المؤسسة في استخدام مواردها لتحقيق الأرباح وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الأصول}}$$

✓ **المردودية التجارية:** تعبر هذه النسبة عن مدى تحقيق المؤسسة لنتيجة صافية أي باستبعاد الضرائب المدفوعة عن رقم الأعمال، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{المردودية التجارية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الأعمال خارج الضريبة}}$$

• **نسب الربحية:** وتقيس هذه النسب مدى قدرة الشركة على توليد الأرباح، وتعتبر المقياس الفعال لسياسات الشركة الاستثمارية والتمويلية وتتمثل هذه النسب فيما يلي<sup>2</sup>:

✓ **هامش الربح الصافي:** توضح هذه النسبة المدى الذي يمكن أن يخفزه الربح الصافي المتولد قبل أن تتعرض المنشأة لخسائر فعلية، أي قبل أن يتحول صافي الربح بعد الضريبة إلى قيمة سالبة. وتحسب بالعلاقة التالية:

<sup>1</sup> بن خروف جلييلة، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة في اتخاذ القرارات-دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنجاز القنوات 2005-2008 "KANAGHAZ"، رسالة مقدمة انيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2008-2009، ص 87.

<sup>2</sup> جغام سعاد، بوقرة مسعودة، دور التحليل المالي بالمشورات المالية في تقييم الأداء المالي لمؤسسة اقتصادية-دراسة حالة تعاونية الحبوب والخضر الجافة بالمسيلة (2014-2016)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف مسيلة، الجزائر، 2017-2018، ص ص 29-30.

$$\text{هامش صافي الربح} = (\text{صافي الربح بعد الضريبة} \div \text{المبيعات}) \times 100$$

✓ **معدل العائد على حقوق الملكية:** يتم حساب معدل العائد على حقوق الملكية بقسمة صافي الربح بعد الضريبة على حقوق الملكية، ولذا فإنه يقيس معدل العائد على الأموال المستثمرة بواسطة الملاك.

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = (\text{الأرباح الصافية} \div \text{الأموال الخاصة}) \times 100$$

✓ **معدل العائد على الاستثمار:** يطلق على هذه النسبة معدل العائد على الاستثمار ويقاس هذا المعدل بقسمة صافي الربح بعد الضريبة على مجموع الأصول.

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = (\text{الأرباح الصافية} \div \text{مجموع الأصول}) \times 100$$

### المطلب الرابع: الاتجاهات الحديثة للتحليل المالي

ينهج المحللون حالياً منهجا في دراسة الوضع المالي للشركات يختلف من حيث المضمون عن المنهج التقليدي الذي طالما اعتادوا عليه في ذلك المجال. ويطلق على هذا المنهج مصطلح التحليل الفرعي. ووفقا لهذا المنهج لم يعد اهتمام المحلل المالي محصورا فقط بالمحتوى الكمي للأرقام الدفترية التي تظهرها البيانات المالية المنشورة، وإنما يتعدى اهتمامه ذلك إلى البحث عما وراء تلك الأرقام من دلالات تتمثل في مجموعة من السمات الخاصة بكل من ربحية المنشأة ومركزها المالي.

فمثلا من حيث الربحية لم يعد مجرد ارتفاع الرقم الذي يظهر فيه صافي الربح في قائمة الدخل دليلا يقنع المحلل المالي بأن أداء المنشأة يسير في الاتجاه السليم، بل لابد من تأكيد هذا الاقتناع من توفر عوامل أخرى يعطي لهذا الرقم المعنى و المدلول الصحيح، و تتمثل هذه العوامل في البحث عن إجابات مقنعة عن مجموعة من التساؤلات يتوجب على المحلل المالي الوصول إليها من خلال دراسة انتقادية يقوم بها لسلسلة متتالية من البيانات المالية التاريخية للمنشأة، و كذلك البيانات المالية التاريخية لقطاع الصناعة التي تعمل به المنشأة. وتشمل هذه التساؤلات ما يلي<sup>1</sup>:

- هل تتوفر لأرباح المنشأة صفة الاستمرارية أم أن ارتفاعها لسنة معينة كان مؤقتا أو طارئا.
- هل يتسم الاتجاه العام لصافي الربح الدفترية للمنشأة بسمة الثبات أم أنه على عكس ذلك يتقلب بالصعود أحيانا والهبوط الفجائي أحيانا أخرى.

<sup>1</sup> حليلة خليل الجرجاوي، دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة تطبيقية على المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية-رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، 2008، ص ص46-47.

- هل المبادئ والمفاهيم وكذلك الأساليب المحاسبية التي وظفتها إدارة المنشأة لقياس الربح تتماشى مع المبادئ أو المعايير المحاسبية المتعارف عليها، أم أن فيها خروجاً واضحاً وكبيراً عن تلك المبادئ والمعايير.

بالإضافة لما سبق يجب على المحلل المالي مراعاة أن تكون الأرقام الظاهرة في الميزانية ممثلة لموجوداتها ومطلوباتها وحقوق المساهمين بشكل يقتنع معه المحلل بأن إدارة المنشأة تلتزم جانب الأمان وذلك سواء في تكوين رأس مالها العامل، أم في المحافظة على نسب معقولة للسيولة أو الملاءة، كما لا بد من توفر عناصر أخرى تعطي لتلك الأرقام مدلولها الصحيح.

ويمكنه استقصاء مدى توفر هذه العناصر من خلال البحث عن إجابات مقنعة للتساؤلات التالية:

- هل الأرقام التي تظهرها ميزانية المنشأة لموجوداتها ومطلوباتها وحقوق المساهمين فيما أقرب ما يكون لقيمها العادلة أم أنها مجرد بيانات تاريخية لا معنى لها، أم أنها قيم جارية تمثل فقط ما تريده إدارة المنشأة أن تظهر به تلك البنود في الميزانية.

- ما درجة مخاطر التحقق المحيطة بموجودات المؤسسة وهل هي في حدود أو تتجاوز المستوى المطلوب لهذه المخاطر.

- ما مدى معقولية السياسات المحاسبية التي تتبعها إدارة المنشأة في تقييم الموجودات والمطلوبات وهل هي سياسات متحفظة أو متراخية.

### خلاصة الفصل

التحليل المالي هو منهج له قواعد ومعايير وأسس يهتم بتجميع البيانات والمعلومات الخاصة بالقوائم المالية للمنشأة وإجراء التصنيف اللازم لها ثم إخضاعها لدراسة تفصيلية دقيقة وإيجاد الربط والعلاقة فيما بينها. ويعتبر التحليل المالي أداة يستعملها العديد من الأطراف ذات العلاقة في المؤسسة سواء كان من داخلها أو خارجها.

فالهدف الأبرز للتحليل المالي هو تقديم صورة واضحة على فهم مضمون الهيكلة المالية التاريخية والحالية والمتبعة من قبل المؤسسة وإبراز جوانب القوة والضعف فيها.

ومن أجل الوصول إلى الهدف المراد تحقيقه من عملية التحليل يتبع المحلل مجموعة من الخطوات التي تشكل في مجملها المنهج العلمي لعملية التحليل والتي تبدأ بتحديد الهدف وتنتهي بوضع التوصية المناسبة بشأن هذه العملية، حيث تعتبر البيانات المتواجدة في القوائم المالية الأساس الذي يعتمد عليه التحليل المالي.

## الفصل الثاني: الأسهم وطرق التنبؤ بقيمتها

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأسهم

المبحث الثاني: إجراءات التعامل مع الأسهم في السوق المالي

المبحث الثالث: نماذج تسعير الأسهم في السوق المالي



تمهيد:

نظرا لما تمثله الأوراق المالية بصفة عامة من أهمية في السوق المالي والأسهم بصفة خاصة وذلك باعتبارها من أكثر الأوراق المالية تداولاً وشيوعاً فيه.

ولا يمكن للمستثمر التكهن بأسعار هذه الأسهم في المستقبل مما يتطلب وجود قواعد وأسس يمكن من خلالها التنبؤ بالأسعار مستقبلاً ويمثل التحليل الفني والتحليل الأساسي أحد أسس التنبؤ بالأسعار كما يتم الاعتماد على العديد من النماذج من أجل تسعير الأسهم في السوق المالي.

ومن أجل توضيح ما تقدم سنقسم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأسهم.
- المبحث الثاني: إجراءات التعامل مع الأسهم في السوق المالي.
- المبحث الثالث: نماذج تسعير الأسهم في السوق المالي.

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأسهم

يتطلع المستثمرون إلى زيادة ثروتهم من خلال اختيار أفضل بديل استثماري يحقق له رغباته، وتعتبر الأسهم أكثر الأوراق المالية المستثمر فيها، إذ تشهد توجهها كبيراً من قبل المستثمرين نظراً لحجم العوائد الذي تتميز به عن غيرها من الأوراق المالية ورغم درجة المخاطرة المالية التي تعرف بها الأسهم.

وفي هذا المبحث سنتطرق إلى الإطار المفاهيمي للأسهم من خلال الإلمام بالعناصر التالية: مفهوم الأسهم، أنواع الأسهم، العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم ومخاطرها.

### المطلب الأول: مفهوم الأسهم

تعتبر الأوراق المالية خاصة الأسهم التي تصدرها مختلف المنشآت السلعة الرئيسية المتداولة في سوق رأس المال الفورية فهي تعتبر صكاً لإثبات حق في أصل معين وفي التوقعات النقدية الناتجة من هذا الأصل أي أنها مستند ملكية.

### الفرع الأول: تعريف الأسهم

تعتبر الأسهم من أشهر الأصول المالية المتعامل بها في الأسواق المالية، وهي أداة من أدوات الملكية التي تمثل جزء من رأس المال ويتم تداولها في الأسواق المالية وفق أسعار سوقية متغيرة، حيث للأسهم مفاهيم عدة منها:

- السهم هو عبارة عن حصة متساوية من رأس مال شركة المساهمة، ويتم تقديم الحصة من طرف الشريك لأي شخص مكتتب مقابل الحصول على وثيقة تسمى السهم وتحصيل قيمة إسمية.<sup>1</sup>
  - السهم هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها في جزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحصل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة.<sup>2</sup>
- وللسهم عدة قيم تتمثل في<sup>3</sup>:

- القيمة الاسمية: هي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة. والتي صدر بها السهم لأول مرة ومجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة.
- القيمة الدفترية: ويتم الاسترشاد بهذا المؤشر عند اتخاذ قرارات شراء الأسهم وتحدد بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \text{صافي حقوق المساهمين العاديين} \div \text{عدد الأسهم العادية}$$

<sup>1</sup>-متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص 146-147.

<sup>2</sup>-طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ط7، ديوان المطبوعات الجامعية، 2010، ص 82.

<sup>3</sup>فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، ط3، دار إتراء للنشر والتوزيع، السعودية، 2013، ص ص 133-134.

وتشمل حقوق المساهمين قيمة الأسهم العادية وعلاوة الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة. وتكون القيمة الدفترية للسهم مساوية للقيمة الإسمية عند تأسيس المنشأة، ولكنها تختلف عنها فيما بعد نظرا لتغير الأرباح المحتجزة من سنة لأخرى.

- **القيمة السوقية:** وهي سعر السهم في السوق المالي، والذي يعتمد بشكل رئيسي على المركز المالي للمنشأة وتوزيعات الأرباح والظروف الاقتصادية. وقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الدفترية أو أقل منها أو أعلى منها. ففي المراحل الأولية من تأسيس المنشأة تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الدفترية، أما بعد ذلك فإنه كلما زادت ربحية المنشأة كلما زادت القيمة السوقية عن القيمة الدفترية وكلما قلت الربحية قلت القيمة السوقية عن القيمة الدفترية.

- **القيمة التصفية:** وهي القيمة التي يحصل عليها حامل السهم العادي في حالة تم تصفية المنشأة وقد تصل هذه القيمة إلى الصفر ولهذا السبب تعتبر الأسهم ذات مخاطرة عالية جدا، وتحسب باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{القيمة التصفية} = \frac{\text{القيمة التصفية للمنشأة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

أما القيمة التصفية للمنشأة فهي القيمة السوقية الحالية لأصول المنشأة ناقص الخصوم والأسهم الممتازة ومصاريف التصفية، أي أن:

القيمة التصفية للمنشأة = القيمة السوقية للأصول - مصاريف التصفية - القيمة الدفترية للأصول - قيمة الأسهم الممتازة.

### الفرع الثاني: خصائص الأسهم

للأسهم خصائص تتميز بها، نجملها فيما يلي<sup>1</sup>:

- تتساوى قيمة الأسهم حسبما يحددها القانون، والحكمة من تساويها تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية، وتسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين، وتنظيم سعر الأسهم في البورصة؛
- تساوي قيمة الأسهم يقتضي تساوي الحقوق بين المساهمين، إلا أن بعض القوانين تجيز إصدار أسهم ممتازة بقرار من الهيئة العامة العادية، تمنح أصحابها حق الأولوية في الأرباح، أو في أموال الشركة عند تصفيتها، أو كليها، أو أي ميزة أخرى.
- تكون مسؤولية الشركاء بحسب قيمة الأسهم، فلا يسأل عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمه التي يملكها؛

<sup>1</sup> محمد عبد الخالق، الإدارة المالية والمصرفية، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص135.

- عدم قابلية السهم للتجزئة، فإذا مات الشريك أصبحت ملكية السهم مشاعة بين الورقة ويختارون ممثلاً عنهم في الجمعية العمومية للمساهمين، لكي يباشر الحقوق المتصلة بالأسهم؛
- قابلية الأسهم للتداول، وهي أهم خاصية للسهم، فإذا نص على خلاف ذلك فقدت الشركة صفة المساهمة.

### المطلب الثاني: أنواع الأسهم

تنقسم الأسهم إلى نوعين أساسيين هما:

- **الأسهم العادية:** يحصل حامل هذا النوع من الأسهم على عوائد (تدفقات نقدية) يعتمد على حجم الأرباح التي تحققها المنشأة التي أصدرت هذه الأسهم وعلى قرار مجلس الإدارة بتوزيع الأرباح التي تمثل جزء من صافي الأرباح الخاصة بالشركة.

فإذا حدث وأن أفلست المنشأة فإن حملة الأسهم العادية سيكونوا آخر من يحصل على حقوقهم من أموال التصفية إذا تبقى لهم شيء بعد توزيعها على حملة السندات المقترضين وحملة الأسهم الممتازة.

وبما أن هناك احتمال بارتفاع الأسعار السوقية للأسهم العادية أو انخفاضها في المستقبل مما يؤثر على حجم وتوقيت التدفقات النقدية منها فإن الأسهم العادية تعتبر أكثر أنواع الاستثمارات المالية مخاطرة لذلك يطالب أو يتوقع المستثمرون بالحصول على معدلات عائد أعلى من بقية الاستثمارات المالية كالأسهم الممتازة والسندات.<sup>1</sup>

تتمتع الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص وهي:<sup>2</sup>

- حق الملكية، حيث يكون المساهم مالكا لجزء من موجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمة الأسهم المعروضة، وهذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة؛
- أن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام؛
- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في السوق الثانوي، غير أنهم في المقابل لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها؛
- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والتدخل في سياسات الشركة واجراءاتها الإدارية وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي؛
- لا يوجد للسهم العادي تاريخ استحقاق، وإنما يتم تداوله بيعة أو شراء في الأسواق المالية؛

<sup>1</sup>أسعد حميد العلي، الإدارة المالية أسس العلمية التطبيقية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص229-230.

<sup>2</sup>رياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص ص19-20.

- الأسهم العادية تعطي لحاملها الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة وكذلك الحصول على حصة من صافي أصول الشركة ولكن بعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم؛
- للسهم العادي قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية.

تحقق الأسهم العادية العديد من المزايا للمستثمر، تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

- أنها توفر للمستثمر الحق في الاشتراك في إدارة المشروع. حيث تمنح حامل الأسهم بحق حضور اجتماعات الهيئة العامة لشركة المساهمة العادية منها وغير العادية؛
  - الحق لمالك السهم العادي في شركات المساهمة في الحصول على حصة من الأرباح التي تحققها الشركة، وتقرر توزيعها، ويقدر يتناسب مع حصته في أسهم الشركة؛
  - يتمتع أصحاب الأسهم العادية بحق الأولوية على غيرهم في شراء الأسهم الجديدة التي تقرر الشركة إصدارها في الغالب؛
  - الحق في الحصول على حصة من موجودات الشركة (المتداولة والثابتة) وعلى قدر المساواة مع المساهمين الآخرين، أي بدون تفضيل أو إعطاء الأولوية لأحدهم على الآخر، وبشكل يتناسب مع حصتهم في أسهم الشركة؛
  - الحق في مراقبة عمل الشركة ومتابعة هذا العمل وفق آليات وصيغ تنظم هذا الحق وكما ينص عليه النظام الداخلي للشركة. واللوائح والتشريعات والنظم ذات العلاقة بعمل شركات المساهمة، وحق العضو في التعرف على نشاطات الشركة والنتائج التي تحققها والأوضاع والظروف التي ترافق عملها.
- **الأسهم الممتازة:** يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المهجنة حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات. فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الأسهم العادية عند الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق ملاكها عند التصفية الشركة.<sup>2</sup>

تتميز الأسهم الممتازة بعدة خصائص تميزها عن الأسهم العادية، يمكن إيجازها فيما يلي<sup>3</sup>:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح وبنسبة محددة قبل حملة الأسهم العادية؛
- حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الأصول وعلى القيمة الاسمية عند التصفية؛
- حق تجميع الأرباح المقررة من سنة لأخرى؛
- حق تحويلها إلى أسهم عادية وحق تحديد المدة الزمنية للوفاء بقيمتها الإسمية؛
- تصدر الأسهم الممتازة بقيمة إسمية مثبتة بشهادة السهم.

تحقق الأسهم الممتازة عدة مزايا للمستثمرين والتي يمكن أن تتمثل في<sup>4</sup>:

<sup>1</sup>فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، ط1، دار الكاتب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص ص200-202.

<sup>2</sup>عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008، ص68.

<sup>3</sup>فيصل محمود الشواربة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2008، ص21.

<sup>4</sup>فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص ص204-205.

• أنها تكون مناسبة أكبر لبعض فئات المستثمرين الذين يرغبون بدرجة مخاطرة أقل مقارنة بالاستثمار في الأسهم العادية لأنهم يحصلون على نسبة محددة من الأرباح، وقبل القيام بأيّة توزيعات للأرباح على الأسهم العادية وكذلك لأنهم يحصلون على مقابل لهذه الأسهم في حالة تصفية الشركة وقبل الأسهم العادية؛

• إن الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية توفر إمكانية الاختيار بين الاحتفاظ بالأسهم الممتازة هذه أو تحويلها إلى أسهم عادية، ففي الحالة التي تحقق الأسهم عائداً يفوق ما تحققه الأسهم العادية فإنهم يحتفظون بالأسهم الممتازة إلى أسهم عادية عندما يكون عائد الأسهم العادية أعلى من عائد الأسهم الممتازة؛

• توفر الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح إمكانية حصول حملة الأسهم هذه الأرباح على الأرباح في حالة تحقيق الشركة للأرباح للسنوات التي لا يتقرر توزيعها، وذلك عندما يتقرر توزيع أرباح في السنوات اللاحقة؛

• تحقق الأسهم المشاركة للأرباح إمكانية حصولها على أرباح إضافة نسبة الأرباح المحددة لها، من خلال مشاركتها في الأرباح المتبقية بعد أخذها الأرباح المحددة لها.

كما توجد تقسيمات أخرى للأسهم مبنية على أسس متعددة تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

- **تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار:** تقسم الأسهم حسب شكل إصدارها الى ثلاثة أنواع كما يلي:

• **السهم لحامله:** عندما يصدر بشهادة تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية إذ تكتسب ملكية هذا السهم بمجرد استلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي يتعرض له صاحب السهم كالسرقة والضياع... الخ لذا تمنع معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

• **السهم الاسمي:** ويصدر هذا النوع من الأسهم باسم صاحبه مثبتا بشهادة ويسجل أيضا باسمه في سجلات الشركة وعليه يتطلب انتقال ملكية السهم والقيود في سجل المساهمين في الشركة المصدرة.

• **السهم الاذني:** هو السهم الذي يكتب عليه عبارة "لأمره" ويتداول بطريقة التظهير، حيث يقوم البائع بكتابة عبارة (أمر) على ظهر شهادة السهم للدلالة على انتقال ملكية المشتري.

- **تقسيم الأسهم على أساس طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم:** تنقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم الى:

• **الأسهم النقدية:** هو السهم الذي يمثل حصة نقدية في رأس مال الشركة إذ يدفع قيمته نقدا.

• **الأسهم العينية:** تمنح هذه الأسهم للمساهمين مقابل حصص عينية كالمساهمة على شكل عقار، مخزونات، براءة اختراع... الخ.

• **الأسهم المختلطة:** يكتب فيها المساهم مقابل مبلغ من المال وحصة عينية معا.

<sup>1</sup>مداحي محمد، محاضرات في الأسواق المالية، جامعة ألكلي محمد أولحاج البويرة، الجزائر، 2017-2018، ص ص67-68.

### المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم ومخاطرها

تتأثر أسعار الأسهم بعدة عوامل موجودة في السوق المالي وهذا ما ينتج عنه مخاطر كثيرة مختلفة، لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى التعرف على مختلف هذه العوامل والمخاطر.

#### الفرع الأول: العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم

تتقلب أسعار الأسهم أو القيمة الرأسمالية للأسهم في سوق الأوراق المالية بسبب التغير في العديد من العوامل ومن أهمها<sup>1</sup>:

- **الوضع المالي والتجاري للشركة مصدرة الأسهم:** فإذا تحسن المركز المالي للشركة وزادت قيمة أصولها وزادت مبيعاتها مما انعكس في شكل زيادة أرباحها، فإن الطلب على الأسهم التي تصدرها أو أصدرتها هذه الشركة سوف يزيد في البورصة، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها في السوق، والعكس يحدث عندما يتعرض المركز المالي والتجاري إلى المشاكل وتتنخفض قيمة أصولها وينخفض نصيبها السوقي.
- **الأوضاع الاقتصادية والسياسية في البلاد:** تتميز الأسهم التي تصدرها الشركات التي تتبع دول تحقق معدل نمو مرتفع ومستقر للنتائج القومي الإجمالي، تتمتع بوجود استقرار في أسعار الأسهم وعدم وجود مخاطر حول هذه الأسهم، وهو الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم شركات هذه الدول. ومن ثم ارتفاع أسعار أسهمها بالمقارنة بالدول الأخرى التي لا يتحقق فيها ما سبق. كما سيؤثر الاستقرار السياسي من عدمه على التقلبات في أسواق المال عموماً وخصوصاً في الدولة التي تعتبر مستقرة أو بها مشاكل مثل الاضطرابات والأزمات السياسية أو احتمال تعرضها لحرب أو قيامها بحرب أو مرض أو موت أحد قادتها، مما يدفع المتعاملين إلى توقع تغيرات في ظروف السوق وتقلب أسعار الأوراق المالية في الأسواق المالية وارتفاع المخاطرة.
- **الحركة العامة في السوق:** تتأثر أسعار الأسهم ارتفاعاً أو انخفاضاً بما تشهده البورصة من تقلبات في حجم العرض والطلب من الأسهم، وبالمناورات التي يقوم بها المضاربون بهدف التأثير على أسعار البورصة، فكلما زادت التقلبات زادت حدة التذبذبات في أسعار الأسهم وزادت المخاطر في السوق.
- **كميات التداول:** وهي من أهم العوامل اليومية التي تؤثر في 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 بياعاً أو شراءً.

<sup>1</sup>متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 150-151.

الفرع الثاني: مخاطر أسعار الأسهم

تصنف مخاطر أسعار الأسهم الى:

- **مخاطر نظامية:** وهي ذلك الجزء من القابلية الكلية لتباين العائد الذي تسببه عوامل تؤثر بشكل متزامن في أسعار كافة الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق، وتعتبر التغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وتؤثر على أسواق الأوراق المالية مصادر للمخاطرة المنتظمة<sup>1</sup>. وتشمل المخاطر النظامية المكونات التالية:

• **مخاطر سعر الفائدة:** يقصد بمخاطر سعر الفائدة قابلية التباين في العائد الناتج عن حدوث تغيرات في مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق (سعر الخصم) وهذه التغيرات في أسعار الفائدة تؤثر في كل الأوراق المالية بدرجة أو بأخرى، فهي تؤثر في أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها في الأسهم العادية، وأسعار الأوراق المالية تتحرك باتجاه معاكس لأسعار الفائدة السوقية فكلما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق انخفضت أسعار الأوراق المالية المتداولة، والعكس صحيح وهذا الارتفاع والانخفاض بأسعار الأوراق المالية يؤثر في معدل العائد الذي يحققه المستثمر.

ففي حالة ارتفاع أسعار الفائدة السوقية سيتوجه المستثمرون بالتعامل بالسندات على حساب تعاملهم بالأسهم العادية مما يعظم مخاطر الأسهم وذلك لانخفاض أسعارها في السوق الأمر الذي يقلص معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر أو قد يحقق الخسائر جراء ذلك، وهذا بعد ذاته يعد خطراً على سعر الفائدة والذي يصنف ضمن المخاطر النظامية كونه يؤثر في كافة السوق ولكن بعض الأدوات تتأثر به أكثر من غيرها.<sup>2</sup>

• **مخاطر التضخم:** نعني في تغير معدل التضخم هو التغير في القدرة الشرائية للعملة فإذا كان معدل التضخم مرتفعاً فإن هذا يدل على انخفاض القوة الشرائية للعملة، أما إذا كانت القوة الشرائية للعملة منخفضة وذلك ينعكس سلباً على السندات حيث أن المستثمر سيقوم بتصفية استثماراته في السندات وتوجيهها إلى أوراق مالية أكثر ربحية، وذلك من أجل نسبة الارتفاع معدل التضخم لذلك سيتجه قسماً كبيراً نحو الاستثمار في الأسهم، بالإضافة إلى أن السهم يعتبر حصة في شركة وهذه الشركة مكونة من أصول حقيقية تمثل سلعة أو خدمة أي سترتفع قيمتها السوقية وهذا انعكاس إيجابي آخر على الاستثمار في الأسهم.<sup>3</sup>

• **مخاطر السوق:** هي التغيرات التي تحدث في العوائد على الأوراق المالية نتيجة لتغيرات في السوق ككل، كالركود الاقتصادي أو الحروب.<sup>4</sup>

ووفقاً لهذا التحليل يمكن أن نصل إلى أن المخاطر النظامية تتسم بالخصائص التالية:

<sup>1</sup> طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، دار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2006، ص 11.

<sup>2</sup> شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص ص 40-41.

<sup>3</sup> غازي فلاح مومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 80.

<sup>4</sup> محمد عبد الخالق، مرجع سبق ذكره، ص 220.



- تتشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله.
- تأثر في جميع الشركات العاملة لذلك فإنها تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية.

- لا يمكن تجنبها بالتنوع ولكن يمكن الحد من شدتها من خلال دراسة وتقدير العائد المتوقع.
  - يمكن قياسها من معامل بيتا.
- مخاطر غير نظامية:

من أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة، مخاطر الإدارة، مخاطر الصناعة، والتي سنتناولها بنوع من التفصيل فيما يلي<sup>1</sup>:

- **مخاطر الإدارة:** وهي عبارة عن المخاطر الناجمة عن ضعف إدارة شركات محددة مما يؤدي إلى وقوعها في أخطاء إدارية تتجم عنها خسائر في تلك الشركات دون غيرها.<sup>2</sup>

وتحدث هذه الأخطاء انخفاضاً في معدل العائد حتى حالات ازدهار النشاط الاقتصادي، مما يؤدي إلى تذبذب مكاسب المساهمين نتيجة الانعكاسات السلبية على أسعار أوراقها المالية في سوق رأس المال.

وعليه فإن كفاءة الإدارة واستعدادها الدائم لمواجهة كافة الاحتمالات والتدخل في الوقت المناسب لمواجهة المشاكل وقبل ان تستفحل يعد من الأمور الهامة، لذلك يجب أن يقيم الفريق الإداري في كل منشأة لتحديد مدى كفاءة كل فرد في هذا الفريق، ورغم أن هذه المهمة صعبة إلا أن التقييم مهم وبصفة خاصة لحملة الأسهم العادية لأن عوائد استثماراتهم حساسة جداً اتجاه تصرفات الإدارة.

- **مخاطر الصناعة:** وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل ملموس دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، وقد تتجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة، ظهور قوانين تمس صناعة معينة مثل: قوانين حماية البيئة من التلوث، تغيير اذواق المستهلكين أو التوقف عن استخدام منتج معين نتيجة ظهور اختراعات حديثة، أو تأثيرات المنافسة الأجنبية.

ومثل هذه التأثيرات للصناعة يمكن أن تكون صغيرة ومؤقتة أو كبيرة ومستمرة لفترة طويلة نسبياً، ويكون لها ضرر كبير في الأرباح والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع، مما ينجز عنه تأثير على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المكونة للصناعة.

<sup>1</sup>محصول نعمان، محاضرات في تسيير محفظة الأوراق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى جبجل، الجزائر، 2020-2021، ص17.

<sup>2</sup>فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك "مدخل كمي واستراتيجي معاصر"، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص67.

## المبحث الثاني: إجراءات التعامل مع الأسهم في السوق المالي

يتم التعامل مع الأسهم في السوق المالي من خلال معرفة كيفية تداولها وطرق تسعيرها، حيث يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث تنتج أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً. حيث سنتطرق في هذا المبحث إلى: طرق التنبؤ بأسعار الأسهم، طرق تسعيرها، وكفاءة تسعير الأسهم والمعلومات المالية.

### المطلب الأول: طرق التنبؤ بأسعار الأسهم

إن الفهم الجيد للتحليل الفني والتحليل الأساسي يساعد المستثمر في اتخاذ قرارات عن طريق التنبؤ بأسعار الأسهم في المستقبل. وسنتناول في هذا المطلب التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية.

### الفرع الأول: التحليل الفني

سنتطرق في هذا الفرع إلى التعرف على التحليل الفني من خلال تعريفه والفرضيات التي يبني على أساسها بالإضافة إلى نظرية داو.

- **تعريف التحليل الفني:** التحليل الفني هو دراسة التغيرات التي طرأت على سعر السهم لفترات تاريخية سابقة يهدف التنبؤ بما سيكون عليه السعر بالمستقبل باعتباريات السعر يعكس كافة المعلومات المتاحة عن السهم. وبناء على ذلك يتم اتخاذ القرار الاستثماري سواء بشراء السهم أو بالتخلص منه بالبيع أو الاحتفاظ به لفترات أخرى.<sup>1</sup>

### - فرضيات التحليل الفني:

- يقوم التحليل الفني على جملة من الافتراضات تبني عليها فلسفته وتتمثل هذه الفرضيات فيما يلي<sup>2</sup>:
- إن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب؛
- إن العرض والطلب تحكمه عدة عوامل بعضها رشيدة وبعضها غير رشيد ومن بين تلك العوامل ما يدخل في نطاق اهتمام التحليل الأساسي ومن بينها ما لا يدخل في نطاق التحليل الأساسي كمزاج المستثمر وحالة التخمين والتقدير الشخصي... الخ؛
- يعطي السوق -آلياً وبصفة مستمرة- وزناً لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب؛
- إنه وباستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر على ذلك لفترة طويلة من الوقت؛
- إن التغير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع إلى الأساس إلى التغير في العلاقة بين العرض والطلب.

<sup>1</sup>-سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم، ط1، دار الرابحة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص ص183-184.

<sup>2</sup>شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص ص152-153.

- نظرية داو:

"جارليس داو" هو أحد مكتشفي "داو جوتز" وكتب عدة من المقالات في مجلة الـوول ستريت ويقول داو في نظريته، بأن معدلات ومؤشرات الأسعار تعكس جميع الأحداث في البورصة عدا الحالات القاهرة، وذلك لأن عدد كبير من المستثمرين مختلفو المصالح والأهداف يساهمون في تحديد هذه الأسعار من خلال البيانات والمعلومات التي يمتلكونها والتي تعكس وجهات نظرهم جميعاً، وتقوم هذه النظرية على أساس وجود ثلاثة تحركات لأسعار الأسهم في السوق وتحدث في الوقت نفسه وهي<sup>1</sup>:

- التقلبات اليومية للأسعار التي تحدث من يوم لآخر؛
- التغيرات في الأسعار متوسطة الفترة بين أسبوعين وشهر أو أكثر، وتسمى بالتغيرات الثانوية وقد تستمر لعدة شهور حتى يحدث تغير ثانوي آخر؛
- التغيرات الأساسية في الأسعار تمثل وتعكس آثار سلسلة من التغيرات الثانوية على مدار فترة زمنية قدرها أربع سنوات أو أكثر ويستمر هذا التغير لعدد من السنوات متى يحدث تغير في الاتجاه العكسي، ويطلق عليه في الاتجاه الصعودي أو التغير في الاتجاه الهبوطي حسب اتجاه الأسعار.
- الملاحظات على نظرية داو<sup>2</sup>:

أثارت هذه النظرية جدلاً واسعاً فقد أثبتت بعض الدراسات صلاحيتها في حين قامت دراسات أخرى بانتقاد هذه النظرية على اعتبار أنها لا تكشف بسرعة كافية عن حدوث تغيرات أساسية، إذ يتطلب الانتظار حتى يتضح تأثير المؤشر الآخر، وهي لا تعطي أي وزن إلى التقلبات اليومية، وأنها تكشف الاتجاه المستقبلي للأسعار دون أن تحدد السهم الذي يتم بيعه أو شرائه.

✓ **مؤشر الثقة لبارون:** يقوم مؤشر الثقة لبارون على أساس العلاقة بين فوائد السندات مرتفعة الجودة وفوائد السندات متوسطة الجودة، إن فوائد السندات مرتفعة الجودة تكون أقل من فوائد السندات متوسطة الجودة، وبذلك فإن قيمة المؤشر الذي يحسب وفق العلاقة التالية سيكون أقل من 1.

**مؤشر بارون للثقة = (فوائد السندات مرتفعة الجودة / فوائد السندات متوسطة الجودة) × 100**

إن اقتراب هذا المؤشر إلى 1 يعني أن ثقة المستثمرين في السوق المالي كبيرة وأنه دل على التفاؤل، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على السندات الأكثر مخاطرة ويؤدي ذلك إلى ارتفاع قيمتها السوقية، وإذا كانت النسبة مرتفعة فإنها إشارات عن مؤشرات الاقتصاد الجيدة، وأن السوق يتجه نحو الصعود والوقت الملائم لاتخاذ قرار الشراء.

<sup>1</sup>دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص ص287-288.

<sup>2</sup>المرجع نفسه، ص ص290-291.

✓ مؤشر الكميات الكسرية: وهي المعاملات التي تقل عن (100 سهم) تنفذ من طرف صغار المستثمرين ويقوم هذا المؤشر على قسمة مشتريات الكميات الكسرية على مبيعات الكميات الكسرية، ويمكن بناء على هذه المؤشرات من خلال المعلومات التي تنتشر في المجلات والصحف، ويأخذ المحلل الفني بالجانب العكسي فعند زيادة نسبة مبيعات الكميات الكسرية إلى المشتريات عن الواحد الصحيح، فيعني ذلك أن المبيعات أكثر من المشتريات، وأن حال صغار المستثمرين هي التشاؤم لذلك يتخذ المحلل الفني قرار الشراء، على اعتبار أن نسبة الخطأ لدى صغار المستثمرين بسبب المعلومات غير كافية لديهم.

### الفرع الثاني: التحليل الأساسي

• تعريف التحليل الأساسي: هو ذلك التحليل الذي يقوم بدراسة الأوضاع الاقتصادية بشكل عام وظروف القطاع بشكل خاص من جهة، وظروف الشركة المعنية بشكل مفصل من جهة أخرى، حيث يهدف للوصول إلى ما يسمى بالسعر العادل أو الحقيقي لسهم ومقارنته بسعر السوق فإذا كان السعر السوقي أقل بكثير من السعر العادل يكون هذا السهم فرصة استثمارية، وإذا كان أكبر من السعر العادل فيجب تجنب عملية الاستثمار في ذلك.<sup>1</sup>

وبناء لما تقدم يمكن تجزئة التحليل الأساسي إلى<sup>2</sup>:

#### ✓ التحليل الاقتصادي الكلي:

يتطلب أخذ المؤشرات الأساسية للاقتصاد الكلي يعين الاعتبار مثل هيكل رأس الفائدة، معدلات التضخم، السياسة النقدية، الناتج المحلي الإجمالي...إلخ.

كما يرتبط هذا النوع من التحليل عادة بما يعرف بالدورات الاقتصادية أي بظروف الازدهار الاقتصادي وما يعقبها من فترات الكساد.

#### ✓ تحليل القطاع أو تحليل الصناعة التي تعمل فيها الشركة:

في هذا الجزء من التحليل تضيف دائرة أو نطاق التحليل لينصب فقط على الظروف العامة للقطاع أو الصناعة التي تنتمي إليها الشركة مصدره السهم أو السند. ومن أهم المؤشرات التي فيه، أداء الصناعة، ظروف المنافسة، مخاطر الصناعة المرتبطة بالقوى العاملة والمواد الأولية، طبيعة القوانين واللوائح الحكومية ذات الصلة بالصناعة... إلخ.

<sup>1</sup>-عمار مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء دراسة حالة شركة الاسمنت السعودية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010-2011، ص 53.

<sup>2</sup>محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص133.

✓ تحليل على مستوى الشركة:

ينصب التحليل هنا على ظروف ومستوى نشاط الشركة نفسها فيشمل عناصر مثل نوعية المنتج، نوعية الإدارة، مخاطر الإدارة، الكفاءة الإنتاجية، الأداء المالي ومؤثراته التاريخية... الخ.

• أهمية التحليل الأساسي:

يمكن أن تبرز أهمية التحليل الأساسي في تحديد المعلومات المالية وقياسها وتوفيرها للمستثمرين والمحللين لتمكنهم من الإجابة عن التساؤلات التي يواجهونها عند شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأصول المالية وذلك بتحديد الأصول المالية التي ينبغي شراؤها أو بيعها والتوقيت الملائم لذلك.

ففي ظل هذا التحليل، يهتم المستثمر بالأرباح المستقبلية ونصيب السهم من الربح الموزع والمخاطر المنتظمة وغير المنتظمة من وراء العائد. و من ذلك يتم القيام بدراسة و تحليل التقارير المالية للمؤسسة التي يستثمر فيها أمواله و ذلك عن طريق التحليل المالي لتلك التقارير، و التي تصدر في نهاية السنة أو التقارير الدورية، و إيجاد العلاقة و الاتجاهات و المؤشرات بين بنود القوائم المالية خلال سلسلة زمنية معينة، و ذلك بهدف التعرف على درجة نمو المشروع و قدرته على تحقيق أرباح مستقبلية و أثر ذلك على سعر السهم، حيث يقوم المستثمر في الأخير بدراسة النشاط الاقتصادي الكلي و تحليل السياسة المالية و النقدية التي تتبعها الدولة و الخاصة بفرض الضرائب، و أسعار الفائدة و معدل التضخم و أثر ذلك على أسعار الأسهم.

وعليه فإن أهمية التحليل الأساسي تبرز من خلال تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة، وتحديد الأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية، وذلك لضمها إلى المحفظة الاستثمارية وذلك فإن هدف هذا التحليل بمستوياته هو تحديد القيمة الحقيقية للاستثمار.<sup>1</sup>

• منهجية إجراء التحليل الأساسي:

يتم إجراء التحليل الأساسي بطريقتين الأولى وهي التحليل بطريقة من الأعلى إلى الأسفل ويسمى أحيانا التحليل الكلي فالجزئي حيث يقوم على تحليل الوضع الاقتصادي الكلي فتحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة ثم تحليل الشركة نفسها. والثانية وهي التحليل بطريقة من الأسفل إلى الأعلى وتسمى أيضا التحليل الجزئي فالكلي وهي تقوم على تحليل الشركة ثم القطاع ثم البيئة الاقتصادية.

ويتعرض التحليل الأساسي لبعض الانتقادات باعتبار أن أسلوب تقدير قيمة سهم الشركة أسلوب غير علمي ودقيق لصعوبة الحصول على صورة واضحة عن الشركة في ظل غياب أو عدم اعتبار متغيرات نوعية عن الشركة. بالرغم من هذه الانتقادات إلا أن التحليل الأساسي هو من الأدوات الشائعة التي تستخدم على نطاق واسع من المعنيين والمستثمرين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>الداوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية-دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص54.

<sup>2</sup>-سهيل مقابلة، مرجع سبق ذكره، ص 183.

ويمكن تلخيص منهج التحليل الأساسي في الشكل التالي:

الشكل رقم(03): منهج التحليل الأساسي



المصدر: حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم، ص128.

### المطلب الثاني: طرق تسعير الأسهم

هناك العديد من تقنيات التعامل أو كما تعرف بتقنيات التسعير، التي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية، تهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا والتي نحاول ذكر أهمها فيما يلي<sup>1</sup>:

#### - التعامل بالمناداة:

تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض. فيما ينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها، كان يقول البائع "عندي كذا" للتعبير عن استعداده لبيع نوع معين من الأوراق، وذلك بصوت عال. بنفس الطريقة تقريبا ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء مستعنيين في ذلك بلفظ "أخذ كذا مثلا"، بذلك يخلق هنالك عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الأول الذي تباع به. وفقا لهذه الطريقة من

<sup>1</sup> جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء 3، ط1، ص ص115-118.

التعامل والتسعير يتم تمرير كافة الأوراق المقيدة واحدة واحدة. أي بمجرد الوصول الى سعر متوازن أول للورقة الأولى يمر المسعر للثانية وهكذا حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بهذه الطريقة.

ونظرا لكثرة المتعاملين المتدخلين في البورصة، فإن المقابلات الشفوية أصبحت تتم بين الوكلاء أو ممثلي الوسطاء الماليين. للتوضيح أكثر يستعمل هؤلاء الوكلاء إشارات باليد والذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة وغيرها من المعلومات. وبالوصول الى سعر معين للورقة يقوم المسعر (موظف لدى سلطات البورصة) بتسجيل ذلك السعر على سبورة معدة خصيصا لهذا الغرض في انتظار تغير هذا السعر لتغير العرض والطلب. ثم يمر للورقة الموالية في القائمة وهكذا...

عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشيطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة. من أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

#### - التعامل بالأدراج:

بموجب هذه الطريقة يتم توزيع مختلف الأسهم على الوسطاء الذين لديهم خبرة وتخصص في بعض الأسهم، حيث أن كل الأوامر المتعلقة بسهم معين تجمع في أدراج الاختصاصي الذي يحدد السعر، وفقا لطريقة مماثلة للتسعير بالمناداة.<sup>1</sup>

#### - التعامل بالصندوق:

هي شبيهة إلى حد ما بالطريقة السابقة، غير أنه يلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء، البيع أو التبادل التي سبق التعرض لها، أو عندها يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الانحراف العادي مثلا. مثل القرارات لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة كشركة البورصات الفرنسية (sbf) في حالة الصفقات التي تعقد هناك.

يكن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة (sbf)، وليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص. كما هو الحال في التقنية السابقة. بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

#### - التعامل بالمقابلة:

يضيف البعض هذا النوع من الطرق التي تقع بين الطريقة الشفوية والطريقتين الكتابيتين، حيث تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين واتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة.

<sup>1</sup> حليلة خليل الجرجاوي، مرجع سبق ذكره، ص 55.

وتجدر الإشارة إلى أن طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، إذ جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله. كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة.

بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم أن يكونوا طرفا في الصفقات كلما قل العرض أو الطلب وذلك بتوفيرهم للأوراق التي قل عرضها أو شرائها للأوراق التي قل الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السيولة لكافة الأدوات المتداولة وتنشط البورصة.

### المطلب الثاني: كفاءة السوق والمعلومات المالية

ترتبط كفاءة السوق بكفاءة المعلومات المالية المتواجدة فيه، حيث أن هذه المعلومات تؤثر على أسعار الأسهم في السوق المالي، لذا سنتعرف في هذا المطلب على كفاءة السوق وكفاءة المعلومات المالية ودورها في كفاءته.

### الفرع الأول: الكفاءة المعلوماتية للسوق المالي

يعرف "Eughe Fama" السوق الكفؤة بأنه "السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت الأوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الاعلام أو في السجل التاريخي لأسعار الأوراق المالية، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية".<sup>1</sup>

يقصد بالكفاءة المعلوماتية حسب مؤسسها "E. FAMA" بأنها مدى تأثير المعلومات، وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية، وكذا دراسة سلوك المستثمر اتجاه كل معلومة جديدة واردة للسوق، فوفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المؤسسة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.<sup>2</sup>

وقد صنف 1970 "Fama" تلك المعلومات التي يتضمنها سعر الورقة المالية في ثلاثة مجموعات على النحو التالي:

النحو التالي:

<sup>1</sup>Elory Dimsom, Massoud Mussavian, "ABrief History of Market Efficiency", WP Published in European Financial Management, London Business Schools, Vol. 4, N°1 (Mrch 1998), P91.

<sup>2</sup>علي بن ضب، محمد بن مزبان، الكفاءة المعلوماتية للأسواق المالية ونموذج Garch-دراسة حالة سوق عمان المالي خلال الفترة 2007-2010، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، المجلد 1، العدد 1، الجزائر، ص98.



- المعلومات التاريخية:

وهي المعلومات التي تخص فترات سابقة وتكون متاحة للجميع مثل: أسعار الأسهم وأرباحها ونشاط الشركات المصدرة لهذه الأسهم.

- المعلومات الجديدة (الحالية):

وهي المعلومات السابقة نفسها ولكن يتم الإفصاح عنها في الوقت الراهن، وتكون هذه المعلومات أيضا متاحة للجميع من خلال ما يتم نشره من تقارير وميزانيات وقوائم مالية إلا أنها قد تحتاج لبعض التفسير وربط المتغيرات.

- المعلومات الخاصة:

وهذه المعلومات قد لا تكون متاحة للجميع ولكنها تكون قاصرة على البعض دون الآخر وهم من لهم اتصالات بصانعي القرارات في المؤسسات وهذا فمن الضروري التأكيد أن المعلومات الخاصة تأخذ إحدى الصورتين التاليتين:

- الحصول على المعلومات قبل باقي المتعاملين.
- فهم الأثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الآخرين.

ويمكن إضافة أنواع أخرى من المعلومات وهي المعلومات المستقبلية أي المعلومات المتوقع حدوثها في المستقبل.

ويمكن تقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات اساسية بحسب نوع المعلومات المستخدمة في التنبؤ، وهي:

- **المستوى الضعيف للكفاءة:** ويعرف هذا المستوى بفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة والتي تقتضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر الورقة في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها في التنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار.<sup>1</sup>

- **المستوى المتوسط للكفاءة:** يفترض هذا المستوى أن الأسعار الجارية في السوق المالي تعكس جميع المعلومات المتوفرة للجمهور سواء كانت معلومات جيدة أو سيئة وسواء أكانت تاريخية أو منشورة حديثا فهي لا يمكن التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار مستقبلا.<sup>2</sup>

- **المستوى القوي للكفاءة:** ويعرف هذا المستوى بفرضية الصيغة القوية، وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات والخاصة وكل ما يمكن معرفته.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 107.

<sup>2</sup>زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 205.

<sup>3</sup>متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 109.

الفرع الثاني: دور المعلومات في كفاءة السوق المالي

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات ومدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة على الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة الفرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها، وتؤدي المعلومات دورا هاما في سوق الأوراق المالية. إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية وقد تبين مما سبق من أهم خصائص سوق المال الكفو أن يعكس أسعار توازن الأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها. ويتوقف ذلك على مدى توفر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وكذلك على قدرة هؤلاء المستثمرين على تحليل وتفسير هذه المعلومات.

يمكن القول أن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة المخاطرة المرتبطة بها، إما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توفر المعلومات يؤدي دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث التوازن بين العائد والمخاطرة وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وعدد المتعاملين، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة. وكلما ازدادت درجة الاعتماد على المعلومات، كلما ازدادت ثقة المستثمرين وصناع السياسات فيما يتخذونه من قرارات. وإذا ما قدر أحد المستثمرين أن المعلومات غير كافية ولا يمكن الاعتماد عليها، فإن القرار المحتمل نتيجة لذلك هو الاحجام على الاستثمار.<sup>1</sup>

خلاصة لما سبق تتوقف كفاءة الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالية حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يعتمد على ما يلي<sup>2</sup>:

- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق المال بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.
- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة المخاطر المرتبطة بها على نحو يلبي احتياجات المستثمرين.
- إشهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي تمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

<sup>1</sup> آيت حداد نبيل، أثر المعلومات على تطور الأسواق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001، ص14.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص14.

- كما يحتاج المستثمرين في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلاً، والمتمثلة في توزيعات الأرباح الرأسمالية وأيضاً تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأسهم ويتكويّن محافظ استثمارية.

### المبحث الثالث: نماذج تسعير الأسهم في السوق المالي

لتحديد أسعار الأسهم في السوق المالي يعتمد المستثمرون على العديد من النماذج التي تساعد في تقييم هذه الأسهم والمفاضلة بينها واختيار السهم الذي يحقق لهم أقصى عائد بأقل مخاطرة. وسنتطرق في هذا المبحث إلى أهم النماذج والتي تتمثل في: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، نموذج تسعير المراجعة، نماذج "قما وفرنش" متعدد العوامل بالإضافة إلى نماذج أخرى.

#### المطلب الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية حجر الأساس في استخراج معدل العائد المطلوب لتقييم ورقة مالية أو محفظة أوراق مالية وهو المنطلق لأغلب نماذج تقييم أداء هذه المحفظة، لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى التعرف على هذا النموذج ومختلف الانتقادات الموجهة له.

#### الفرع الأول: تقديم النموذج

يعود الفضل في استحداث هذا النموذج "وليام شارب" (w.sharpe 1964) الذي شارك به في جائزة نوبل، كما يرجع الفضل كذلك إلى "جون لنتر" (linter, 1965) و"جان موسن" (mossin, 1966)، و"إجون فاما" (fama, 1968). وهكذا تكون حصيلة نظرية المحفظة جائزة نوبل، شارك فيها "وليام شارب" عن مساهمته في الوصول إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يقوم في الأساس على فكر ماركويتز.<sup>1</sup>

ويقوم النموذج على الفروض التالية<sup>2</sup>:

- إن المستثمر يجري تقييمه للمحافظ البديلة على أساس متغيرين هما العائد والمخاطرة؛
- إن تقييم المستثمر للورقة المالية يمتد لفترة واحدة، مثل هذا العرض من شأنه أن يتيح فرصة أفضل لتقدير العائد على الاستثمار الخالي من الخطر؛
- إن المستثمر يسعى دائماً للمزيد من العائد لو أنه أعطى الفرصة للمفاضلة بين محفظتين متماثلتين من جميع النواحي عدا العائد، فسوف يختار المحفظة التي يتولد عنها أقصى عائد؛

<sup>1</sup> نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15 العدد 2 جوان، جامعة جيجل، سوق اهراس، 2018، ص64.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، 64.

- إن الأصول المالية قابلة للتجزئة، أي أن المستثمر يمكنه شراء أي كمية يرغبها من ورقة معينة، مهما تضاعل حجم تلك الكمية؛
- إن المستثمر بطبيعته يبيغض المخاطر؛
- إن المستثمر يمكنه أن يقرض ويقترض على أساس معدل يساوي معدل العائد على الاستثمار؛
- أنه لا توجد ضرائب على الأرباح ولا تكلفة للمعاملات؛
- إن المعلومات تصل إلى المستثمرين وبدون تكلفة؛
- إن للمستثمرين توقعات متماثلة أو متجانسة.

وفي ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يتم تجزئة الخطر الذي تتعرض له الورقة المالية إلى نوعين من الخطر، النوع الأول: خطر السوق وهو الخطر الذي لا يمكن تنويعه والنوع الثاني: خطر الورقة المالية ذاتها (السهم) والذي يمكن إلغاؤه من خلال التنويع الجيد، عن طريق الاحتفاظ بالسهم ضمن محفظة كبيرة للاستثمارات<sup>1</sup>.

وبموجب (CAPM) يظهر خط سوق رأس المال عندما تكون موجودات المحفظة مترابطة تماما وفي علاقة موجبة، حيث يجمع هذا الخط أداة استثمارية خالية من المخاطر وأداة أخرى تتسم بالمخاطر في محفظة متنوعة تماما وفي مجال المخاطرة، ويطلق عليها محفظة السوق، وهي المحفظة المكونة من جميع الأوراق المالية أو الموجودات المتداولة في السوق.

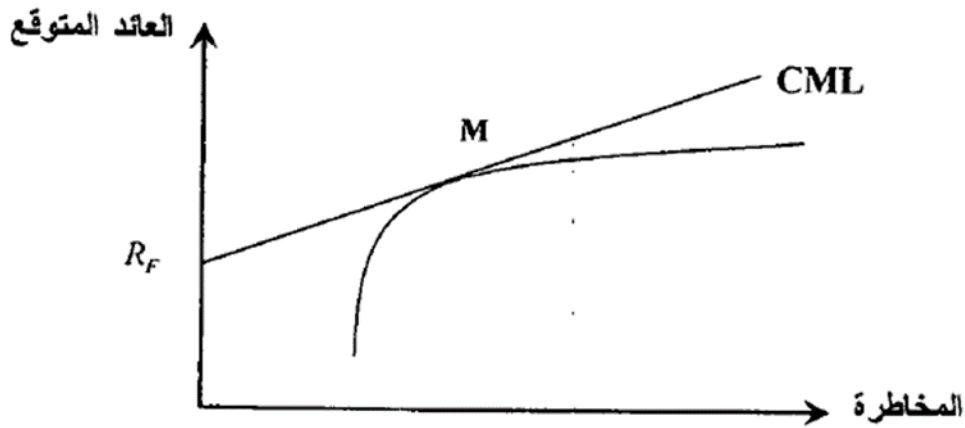
#### - خط سوق رأس المال<sup>2</sup>:

يسمى الخط المستقيم الذي يمثل العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة لمجموعة المحافظ الكفوة بخط سوق رأس المال (CML) وهو التماس مع منحنى الحد الفعال (مجموعة من المحافظ الكفوة في النقطة M، وتمثل نقطة تقاطعه مع المحور الرأسي العائد الخالي من المخاطرة، كما يظهر في الشكل.

<sup>1</sup> أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، القاهرة، مصر، 1998، ص 236.

<sup>2</sup> محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 220-223.

الشكل رقم (04): خط سوق رأس المال

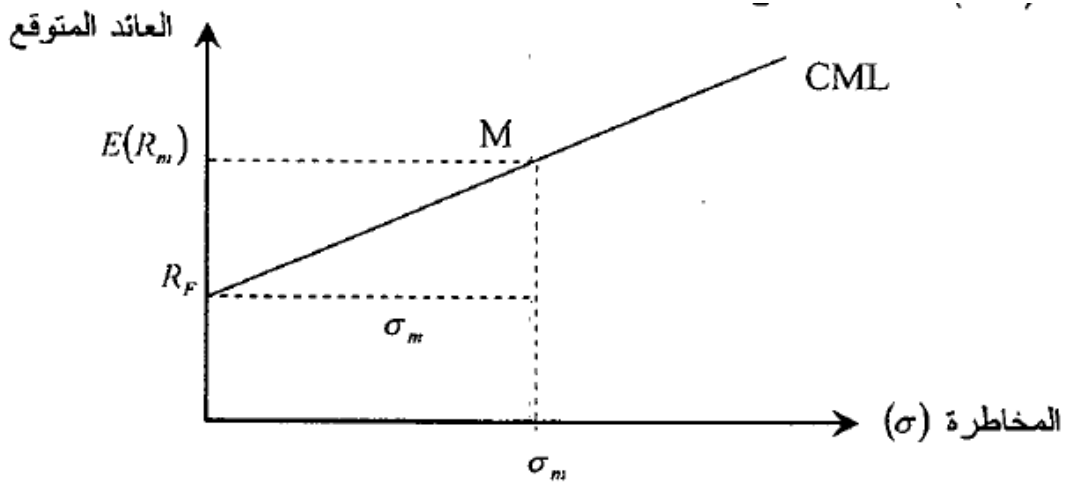


المصدر: محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، ص 221.

ويمثل خط سوق رأس المال العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة لجميع مجموعة المحافظ الكفوة سواء كانت تحتوي على أصول عديمة المخاطرة فإن العائد المتوقع في هذه الحالة يساوي  $R_f$ ، أما إذا احتوت المحفظة على أصول ذات مخاطرة، فإن المستثمر يتوقع الحصول على عائد إضافي يسمى بعلاوة المخاطرة. ولذا فإن علاوة المخاطرة هي عبارة عن أي عائد يحصل عليه المستثمر زيادة عن العائد الخالي من المخاطرة، كما يمكن تعريفه بأنه الفرق بين العائد المتوقع على محفظة السوق  $R_m$  والعائد الخالي من المخاطرة  $R_f$ . أي أن علاوة المخاطرة في الشكل (04) تساوي  $(R_f R_m)$  فإذا أخذنا في الاعتبار  $\delta m$  يمثل مخاطرة محفظة السوق فإن ميل خط سوق رأس المال يحسب كما يلي:

$$\frac{E(R_m) - R_f}{\delta m}$$

الشكل رقم (05): ميل خط سوق رأس المال

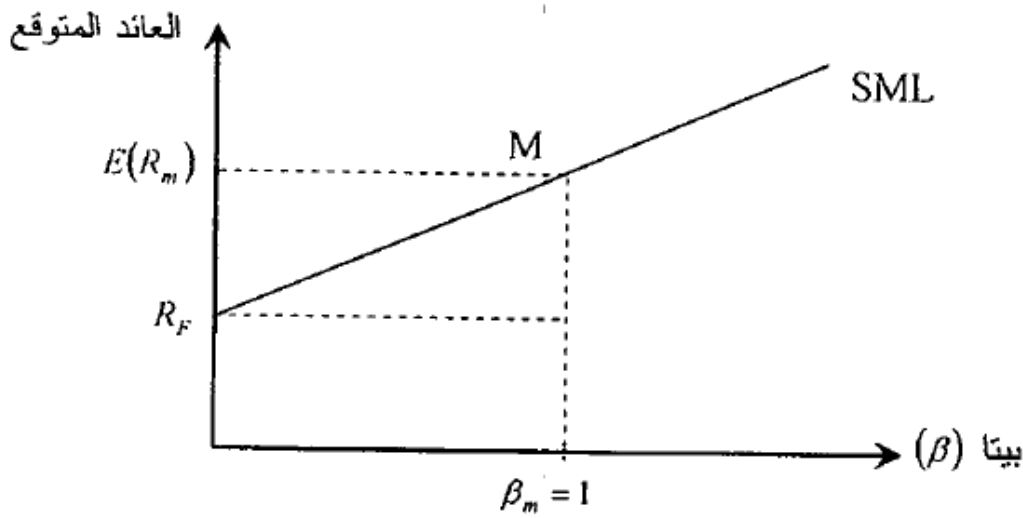


المصدر: محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، ص 223.

- خط الأوراق المالية<sup>1</sup>:

إن العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة للورقة المالية يمكن تمثيلها بيانياً في الشكل رقم (06) حيث تظهر بيئاً على المحور الأفقي (والتي تقيس المخاطر العامة أو النظامية للورقة المالية)، والعائد المتوقع على المحور الرأسي، أما الخط المستقيم الذي يمثل العلاقة بين العائد والمخاطرة فهو يسمى خط الأوراق المالية. وكما هو الحال في خط سوق رأس المال فإن نقطة تقاطع خط الأوراق المالية مع المحور الرئيسي ( $R_f$ ) يمثل العائد الخالي من المخاطرة، إن خط الأوراق المالية يمثل في هذه الحالة العلاقة الطردية بين المخاطرة والعائد المتوقع سواء للورقة المالية الواحدة، أو المحافظ الاستثمارية الكفوءة.

الشكل رقم (06): خط الأوراق المالية (SML)



المصدر: محمد مطر وفايز تيم، مرجع سابق، 225.

ويعتبر خط الأوراق المالية تمثيلاً بيانياً لنموذج سعر الأصول الرأسمالية، أي أن هذه النظرية تبين العلاقة بين العائد الذي يتوقعه المستثمر والمخاطرة، وهي تنص على أن العائد المطلوب على الاستثمار في ورقة مالية (أو محفظة) يتكون من جزئين: هما العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة، أي أن:

العائد المتوقع = العائد الخالي من المخاطرة + علاوة الخطر.

ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$E(R_i) = R_f + \beta[E(R_m) - R_f]$$

حيث أن:

<sup>1</sup> مرجع سابق، ص 224-225.

$E(R_i)$ : العائد المتوقع على سهم معين؛

$R_f$ : العائد الخالي من المخاطر؛

$E(R_m)$ : العائد المتوقع على محفظة السوق؛

$\beta$ : معامل بيتا للسهم.

كما يظهر من المعادلة السابقة فإن  $\beta(E(R_m)-R_f)$  تمثل علاوة المخاطرة، وتتناسب هذه العلاوة مع بيتا الذي يمثل درجة المخاطرة، حيث انه كلما زادت بيتا زادت علاوة المخاطرة وبالتالي زاد العائد المتوقع.

### الفرع الثاني: الانتقادات الموجهة لافتراضات النموذج

هناك عدة انتقادات وجهت الى بعض الافتراضات التي قام عليها النموذج ونذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

#### - إسقاط فرضية تساوي معدل الفائدة على الإقراض والاقتراض:

إن قيام المستثمر بالإقراض والاقتراض بمعدل فائدة متساوي يبدو أمر غير منطقي، فافتراض الإقراض بمعدل مساوي لمعدل العائد الخالي من المخاطر يبدو أمر منطقي وكمثال عن ذلك أدونات الخزينة التي تتميز إلى حد بعيد بقلّة المخاطر أو تقريبا انعدامها، أما الافتراض بهذا المعدل يبدو أمر غير منطقي، بل إن العائد على الإقراض يكون أكبر.

#### - إسقاط فرضية الإقراض والاقتراض بمعدل العائد الخالي من المخاطر:

لقد شك الطلاب في صحة هذا الافتراض وشككوا حتى فيما يسمى بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، وعلى رأسهم "بلاك" Blak 1972، الذي اعتبر أن أدونات الخزينة ليست أوراق مالية خالية من المخاطر وذلك لما تتعرض له من خطر التضخم، وبالتالي يمكن استبدال هذا التعبير بالاستثمار ذو معامل بيتا مساويا للصفر ( $\beta=0$ ).

#### - إسقاط فرضية تنويع ماركويتز:

بما أن النموذج يقوم على فرضية تنويع ماركويتز لتكوين المحفظة المالية أي أنه يتجاهل التنويع الساذج، إلا أن الواقع أثبت أن هناك فئة من المستثمرين لا تعينهم المحفظة المثالية، مما يعني عدم مبالاتهم بتنويع ماركويتز.

<sup>1</sup>بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2006-2007، ص74.

- إسقاط فرضية السوق الكامل:

إن إسقاط هذه الفرضية يعني إسقاط عدة فروض أخرى كإسقاط فرضية عدم وجود تكاليف للمعاملات وإسقاط فرضية الضرائب، إسقاط فرضية وصول المعلومات إلى جميع المستثمرين

المطلب الثاني: نظرية تسعير المراجعة

بعدما تعرفنا على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي هو عبارة عن نموذج خاص بالاقتصاد الجزئي الكلاسيكي حيث يقوم تعظيم منفعة كل مستثمر، سنتعرف على نظرية تسعير المراجعة التي تعتمد على منطق المراجعة، لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى التعرف على هذه النظرية ومختلف مزاياها وعيوبها.

الفرع الأول: تقديم النموذج

تعتبر نظرية التسعير بالمراجعة التي قدمها "Ross" سنة 1976 بديلا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ويتمثل الافتراض الأساسي لنظرية التسعير بالمراجعة في أن عائد الورقة المالية يتحدد بعدة من العوامل أو المتغيرات الاقتصادية، وليس بمتغير واحد كما يفترض نموذج CAPM، ولكن تلك النظرية لم تحدد تلك العوامل بدقة وتتمثل افتراضات النموذج (APT) وصيغته الرياضية فيما يلي<sup>1</sup>:

- إن معتقدات المستثمرين متماثلة؛
- إن المستثمر يهمله تعظيم المنفعة إلى أقصى حد؛
- إن الأسواق المالية مثالية؛
- إن العائد ينتج عن نموذج العوامل.

طبقا للافتراضات السابقة فقد تم التوصل إلى الصيغة الرياضية التالية لنظرية (APT):

$$R_i = R_f + (R_1 - R_f)b_{i1} + (R_2 - R_f)b_{i2} + \dots + (R_m - R_f)b_{in}$$

حيث:

$R_i$ : معدل العائد المتوقع (المطلوب) للسهم؛

$R_f$ : معدل العائد الخالي من الخطر؛

$b_{i1}, b_{i2}, \dots, b_{in}$ : درجة حساسية السهم لعوامل الخطر؛

$R_1, R_2, \dots, R_m$ : معدل العائد لعوامل الخطر.

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2019، ص ص252.



الفرع الثاني: مزايا وعيوب نظرية تسعير المراجعة (APT)

من مزايا نظرية التسعير بالمراجعة هو أنها تتطوي على متغيرات متعددة تفسر سلوك العائد بالإضافة الى أن النموذج لا يفترض ضرورة أن يمتلك المستثمر محفظة السوق.

ومن عيوبها أنها لا يوجد تحديد حاسم للعوامل المؤثرة على العائد بعكس نموذج CAPM والذي حدد العامل المؤثر وهو درجة حساسية عائد السهم للمتغيرات الحاصلة في عائد السوق (معامل بيتا) بالإضافة الى تجاهل النظرية لدور المعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات التي تطرأ على عوائد الأسهم، حيث ترى نظرية التسعير بالمراجعة إن العوامل الاقتصادية هي التي تؤثر على عائد السهم.<sup>1</sup>

المطلب الثالث: نماذج فاما وفرنش متعددة العوامل

قاما "فاما وفرنش" بتطوير النماذج المعدلة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية أشهرها على الاطلاق النموذج الثلاثي العوامل قدامه سنة 1992 والنموذج خماسي العوامل تم تقديمه مؤخرا سنة 2015، سوف نحاول الالمام بهاذين النموذجين بالتفصيل في الفرعين التاليين:

الفرع الأول: نموذج فاما وفرنش ثلاثي العوامل

تعتبر الدراسة التي قدمها كل من "فاما وفرنش" سنة 1992 من الدراسات التي عززت المواقف المعارضة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والتي ظهر من خلالها عدم قدرة  $\beta$  على تفسير عوائد الأسهم وأن حجم الشركة ونسبة القيمة الدفترية يضيفان قدرة تفسيرية أكبر للنموذج.

- تقديم النموذج:

أكدا "فاما وفرنش" من خلال الدراسة التي قدامها سنة 1992 أن عوائد المحفظة الاستثمارية تكون مرتبطة بثلاثة عوامل أساسية وهي<sup>2</sup>:

● **العامل الأول:** يتمثل في حساسية عائد المحفظة لعوائد السوق وهي  $\beta$  المحفظة كما جاء في نموذج Sarp1964.

● **العامل الثاني:** هو عامل الحجم، فإذا كانت الشركات الصغيرة أكثر مخاطرة من الشركات الكبيرة فيتوقع أن تكون للشركات الصغيرة عوائد أكبر، وبالتالي فإن المحافظ التي تضم أسهم شركات صغيرة تكون أكبر عائد.

● **العامل الثالث:** هو عامل القيمة متمثلا في القيمة الدفترية لحقوق الملكية مقسوما على القيمة السوقية لحقوق الملكية، فإذا كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية يكون السهم جذابا بالنسبة للمستثمرين باعتباره مؤشرا على وضعية جيدة للمؤسسة مستقبلا والعكس إذا كانت القيمة الدفترية أكبر من القيمة السوقية.

<sup>1</sup> مرجع سابق، ص 253.

<sup>2</sup> سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم اقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف 1، الجزائر، 2017-2018، ص 69.

وعليه فإن نموذج "فاما وفرنش" ثلاثي العوامل يعبر عنه بالصيغة الرياضية التالية:

$$E(R_i) - R_F = \beta_i [E(R_M - R_F)] + s_i E(SMR) + h_i E(HML)$$

حيث:

$E(R_i) - R_F$ : تمثل علاوة مخاطر المحفظة؛

$E(R_M - R_F)$ : تمثل علاوة السوق المخاطرة؛

$\beta_i$ : حساسية السهم لمخاطر السوق؛

SMB: الفرق بين عوائد المحافظ ذات الأسهم صغيرة الحجم وعوائد المحافظ ذات الأسهم كبيرة الحجم على أساس أن أسهم الشركات الصغيرة تعتبر أكثر مخاطرة وبالتالي أكبر عائد؛

HML: وتمثل الفرق بين عوائد المحافظ التي لديها قيمة دفترية الى قيمة سوقية مرتفعة وعوائد المحافظ التي لديها قيمة دفترية إلى قيمة سوقية منخفضة على أساس أنه كلما كانت النسبة أعلى كانت المخاطرة أعلى وبالتالي عائد مطلوب مرتفع؛

$s_i$ : حساسية المحفظة للفرق الأول (الحجم)؛

$h_i$ : حساسية المحفظة للفرق الثاني (نسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية).

#### - انتقادات نموذج "فاما وفرنش" ثلاثي العوامل:

تتمثل أهم نقاط ضعف هذا النموذج فيما يلي<sup>1</sup>:

- عامل الأثر اللحظي والذي يمكن تفسيره بأن الأسهم التي أدائها السوقي جيد لفترة 03 وحتى 12 شهر الأخيرة يبدو بأنها ستستمر لهذا الأداء والعكس، إن هذا الأمر ينعكس من استخدام مؤشر القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية BIM.
- أن المحافظ الاستثمارية المشككة على أساس مؤشرات الأسعار مثل مؤشر القيمة الدفترية الى القيمة السوقية لا تعكس حقيقة أن الأسهم التي لديها تدفقات نقدية متوقعة أعلى يجب أن يكون لديها معدل عائد أعلى، ومنه فإن استخدام الأسعار أمر غير عقلاني بسبب أنها لا تعكس العوائد المتوقعة للأسهم.
- كذلك فإن من أهم الانتقادات التي تم توجيهها إلى نموذج "فاما وفرنش" الثلاثي العوامل هو ربط العوائد المتوقعة العالية لأسهم الشركات بربحيتها المنخفضة، حيث وجد "فاما وفرنش" في دراستهم التطبيقية بأن الشركات التي لها عامل (القيمة الدفترية/القيمة السوقية) المرتفع ذات ربحية منخفضة.

<sup>1</sup> بهاء غازي عرنوق، أثر عوامل فاما وفرنش في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة (دراسة تطبيقية)، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة دمشق، سوريا، ص 82-83.

وعلا ذلك بأن تلك الفروق بين متوسط العوائد لتلك الأسهم ترتبط بعامل التوقيت لعامل المخاطرة المرتبط بأداء عوائد هذه الأسهم، بينما أظهر التحليل المباشر للربحية بأن علاوة القيمة وبشكل قاطع لا يمكن أن تقودها الأسهم غير الربحة في أي حال من الأحوال.

### الفرع الثاني: نموذج فاما وفرنش خماسي العوامل

نظرا للانتقادات الموجهة لنموذج "فاما وفرنش" ثلاثي العوامل من قبل العديد من الباحثين أمثال<sup>1</sup>:

Novy-Marx(2013)،Titnen,Wei,Xie(2004)،والذين أجمعوا أن النموذج ثلاثي العوامل غير كامل على الرغم من تحسن القدرة التفسيرية له مقارنة مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، قام "فاما وفرنش" بإضافة عاملين إضافيين يعكسان الربحية والاستثمار للوصول إلى النموذج الخماسي التالي:

$$R_{it}-R_{Ft}=a_i+R_i(R_{Mt}-R_{Ft})+s_i(SMB_t+h_i(HML_t)+p_i(RMW_t)+c_i(CMA_t)+\epsilon_{it}$$

حيث أن العامل الرابع يمثل عامل الربحية RMW أي الفرق بين عوائد أسهم الشركات ذات الربحية القوية والضعيفة.

أما العامل الخامس فيمثل عامل الاستثمار CMA أي الفرق بين عوائد أسهم الشركات ذات القيمة السوقية العالية والمنخفضة.

ومن أجل حساب معاملات  $c_i, p_i, h_i, s_i$  لكل من العوامل CMA, RMW, HML, SMB قاما "فاما وفرنش" باستخدام بيانات شهرية للأسهم المدرجة في بورصة نيويورك للفترة من جويلية 1963 إلى ديسمبر 2013 (606 شهر).

### المطلب الرابع: نموذج الارتباط الذاتي

بعدما تعرفنا على النماذج السابقة، سنتطرق في هذا المطلب إلى التعرف على نموذج الارتباط الذاتي من خلال تعريفه، دالته، وذكر أهم مسيبياته.

### الفرع الأول: مفهوم الارتباط الذاتي

مضمون مفهوم الارتباط الذاتي هو أن قيم المتغير العشوائي التي تحدث خلال فترة معينة ( $V_t$ ) ترتبط بقيم المتغير العشوائي الذي تسبقها أو تلحقها.

وهذا يعني أيضا أن سلوك المتغير العشوائي خلال فترة زمنية معينة ( $U_t$ ) يعتمد على سلوك نفس المتغير في نفس الفترات السابقة ويتأثر به مما يؤدي إلى أن يكون:  $Cov(U_t, U_{t-1})$

<sup>1</sup>Fama E, French K, "A Five Factor Asset Pricing Model", Journal of Financial Economics, Vol 116, N° 02, 2015, P 03.

ويلاحظ أن ظاهرة الارتباط الذاتي كثيرة الحدوث في بيانات السلاسل الزمنية (Time Serise) أكثر منها في بيانات المقطع (Cross-Section) ولهذا يطلق عليه أحيانا بالارتباط الخطي المتسلسل Serial Autocorrelation<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: دالة الارتباط الذاتي

توضح دالة الارتباط الذاتي لسلسلة زمنية الارتباط الموجود بين المشاهدات لفترات مختلفة وهي ذات أهمية بالغة في إبراز بعض الخصائص الهامة لسلسلة الزمنية، ومن الناحية العملية تقوم بتقدير دالة الارتباط الذاتي للمجتمع بواسطة دالة الارتباط الذاتي للعينة، حيث يمثل دالة الارتباط الذاتي عند الفجوة k كما يلي<sup>2</sup>:

$$P = \frac{\sum_{t=t+1}^T (y_t - \bar{y})(y_{t-k} - \bar{y})}{\sum_{t=1}^T (y_t - \bar{y})^2}$$

ويمكن حساب الصيغة من بيانات عينة على النحو التالي:  $P(K) = \frac{\delta(k)}{\delta(0)}$

$$\hat{\delta}(k) = \frac{\sum (y_t - \bar{y})(y_{t+k} - \bar{y})}{T-K}$$

حيث T تمثل حجم العينة و k تمثل طول الفجوة الزمنية وتتراوح قيمة معامل الارتباط الذاتي  $\rho(k)$  بين -1 و +1.

### الفرع الثالث: مسببات الارتباط الذاتي

يظهر الارتباط الذاتي للأسباب التي يمكن أن ندرجها بما يلي<sup>3</sup>:

• **الآثار الممتدة لبيانات السلاسل الزمنية:** إن بعض العوامل العشوائية الطارئة وغير المتكررة قد ينتج عنها ترابط في قيم العنصر العشوائي  $U_t$  لأكثر من فترة زمنية واحدة. فالحروب والفيضانات والزلازل تمتد بآثارها وانعكاساتها على فعالية الاقتصاد لعدة سنوات متتالية، مما يتسبب في حصول ارتباط ذاتي بين قيم  $U_t$  المتلاحقة، حيث أن القيم الحالية تتأثر بالقيم الأخرى للفترات السابقة.

• **حذف بعض المتغيرات المستقلة من العلاقة المدروسة لسبب أو لآخر:** مثل عدم توفر البيانات المناسبة عنها أو لغرض تبسيط هيكل النموذج، وقد يكون من بين هذه المتغيرات المحذوفة متغير أو أكثر مترابطة ذاتيا، الأمر الذي يؤدي إلى جعل العنصر العشوائي يتضمن تلك المتغيرات المرتبطة، ومن ثم فإن  $U_t$  لا يعكس الخطأ العشوائي في النموذج فحسب، إنما يعكس أيضا المتغيرات المحذوفة.

• **معالجة البيانات:** تجرى على البيانات المنشورة أحيانا عمليات تشذيب وقد يتم تقدير قيم بعض المشاهدات اعتمادا على قيم مشاهدات أخرى، ذلك أن عمليات التشذيب والتقدير تعتمد في العادة على أخذ

<sup>1</sup> وليد إسماعيل السيفو وآخرون، مشاكل الاقتصاد القياسي التحليلي، ط1، دار الاهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص132.

<sup>2</sup> فاتح لقوفي، استخدام نماذج ARCH في دراسة تقلبات أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات في السوق المالي السعودي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة محمد خبضر بسكرة، الجزائر، 2018-2019، ص74.

<sup>3</sup> حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، ط1، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص189-190.

معدلات قيم المشاهدات المتتالية، مما يخلق علاقة ما بين أخطاء تلك المشاهدات وبالتالي التأثير على طبيعة توزيعها.

• **الصياغة غير الدقيقة للنموذج:** بمعنى أن شكل العلاقة الدالية المستخدمة لا يتطابق مع الشكل الحقيقي، فإذا افترضنا علاقة خطية بين المتغيرين  $Y$  و  $X$ ، في حين أن العلاقة الحقيقية غير خطية فإنه يمكن أن ينتج عن ذلك ترابط ذاتي في عنصر الخطأ.

### المطلب الخامس: نماذج أخرى لتقدير أسعار الأسهم

هناك عدد من النماذج الأخرى التي تعمل على تقدير أسعار الأسهم منها على سبيل المثال:

#### - نموذج والتر

يمثل نموذج "التر" أول المداخل التي ناقشت العلاقة بين التوزيعات والقيمة السوقية للمنشأة، ويشير "التر" إلى الدور الذي يلعبه معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب أو تكلفة رأس المال) في تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك ويفترض نموذج "التر" ما يلي<sup>1</sup>:

- يتم تمويل الاستثمارات عن طريق الأرباح المحتجزة، ولا يتم استخدام أموال إضافية سواء عن طريق الاقتراض أو إصدار أسهم جديدة؛
- كل من معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب) وتكلفة رأس المال ثابتة لا تتغير؛
- كل الأرباح المتاحة للشركة إما أن يتم توزيعها بالكامل فوراً أو أن يتم احتجازها كلها؛
- لا تتغير التوزيعات والأرباح بالإضافة إلى أن الشركة مستمرة ولن تنقضي.

وفي ظل الافتراضات السابقة يأخذ النموذج الصيغة التالية<sup>2</sup>:

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

حيث أن:

Bc: معدل العائد المطلوب؛

Ba: معدل العائد على الأرباح المحتجزة- معدل النمو؛

E: ربحية السهم العادي؛

D: توزيعات الأرباح للسهم العادي.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2009، ص378.  
<sup>2</sup> عماد عبد الحسين دلول، تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام (نموذج التأكد العادل)-دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010، ص43.

- نموذج التأكد المعادل

يشير هذا النموذج الى أن القيمة الحقيقية للسهم العادي تكون مساوية للقيمة المخصومة لربحية السهم الواحد بمعدل عائد خالي من المخاطرة معدلا بمعامل الخصم الذي يأخذ في الحسبان معدل العائد المطلوب والخالي من المخاطرة، وبذلك يمكن قياس القيمة الحقيقية للسهم وفقا لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية<sup>1</sup>:

$$P = \frac{eps}{P_f} \left( 1 + \frac{r_f}{1+r_s} \right)$$

حيث أن:

P: سعر السهم الحقيقي؛

r<sub>s</sub>: معدل الخصم (معدل العائد المطلوب)؛

eps: نصيب السهم الواحد من الأرباح؛

r<sub>f</sub>: معدل العائد الخالي من الخطر.

- نموذج ليرنر وكارلتون

يبين العلاقة بين القيمة العادلة للسهم العادي وقيمته الدفترية، فعندما يكون معدل العائد على الاستثمار في صيغة القيمة الدفترية أقل من القيمة الدفترية، أما إذا كان معدل العائد الاستثمار أكبر من العائد المطلوب على السهم العادي، فإن القيمة العادلة للسهم في هذه الحالة تكون أكبر من القيمة الدفترية، وتتوازن القيمة الدفترية مع القيمة العادلة عندما يتساوى معدل العائد المطلوب مع معدل العائد على الاستثمار. ولا يشترط النموذج أن تكون القيمة العادلة للسهم والقيمة الدفترية متماثلين في بيئة دائمة التغير، كما يدل الى استراتيجية سياسة توزيع الأرباح التي تهدف إلى تعظيم القيمة العادلة للأسهم وسعر السهم السوقي، وتقوم هذه الاستراتيجية على مبدأ تخفيض الأرباح الموزعة لمالكي الأسهم في حالة كون معدل العائد على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب، والعكس صحيح. ويمكن توضيح النموذج من خلال المعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$V = \frac{(1-b)rbv}{k-rb}$$

حيث أن:

b: نسبة احتجاز الأرباح في الوحدة؛

<sup>1</sup>فؤاد عبد الحميد النواجحة، قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2014، ص ص65-66.

<sup>2</sup>إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 17، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، الخرطوم، 2016، ص ص15-16.

(1-b): توزيعات الأرباح النقدية للسهم العادي؛

rb: معدل نمو الأرباح للسهم العادي والقيمة الدفترية bv.

### - نموذج مضاعف الربحية

يعرف بنسبة السعر الجاري للسهم في السوق إلى ربحيته، فإذا كانت نسبة سعر السهم إلى ربحيته تساوي (10) هذا يعني أن السهم يباع في السوق المالي بعشرة أضعاف ربحيته، وتكون نسبة سعر السهم إلى ربحيته عالية في الشركات التي تنمو بمعدلات مرتفعة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن توزيعات المستثمرين في الأسواق المالية تتجه نحو النمو السريع في الأرباح المستقبلية للشركة وفي الأرباح الموزعة، هذا من شأنه أن يؤدي إلى الإقبال على شراء السهم، وبالتالي يرتفع سعره في السوق، وأيضا تنخفض نسبة سعر السهم إلى ربحيته عادة بانخفاض معدل نمو الشركة. فتكون النسبة صغيرة للشركات ذات النمو العادي وأصغر للشركات التي تتراجع. والسبب يعود إلى أن معدلات النمو المستقبلي الصغيرة تنعكس بتخفيض سعر السهم وفي الواقع العملي يتم إيجاد المضاعف الطبيعي من خلال إيجاد العلاقة التاريخية بين مضاعف ربحية أحد مؤشرات أسعار السوق مثل مؤشر ستاندرد آند بور، وإذا ما تفهم المحلل أبعاد تلك العلاقة عندئذ يمكنه بسهولة تقدير قيمة مضاعف الربحية في المستقبل. إذ لا يتطلب ذلك سوى الحصول على معلومات بشأن مضاعف الربحية للمؤشر في المستقبل. والذي عادة ما تنتشره المؤسسة المصدرة لذلك المؤشر. مما سبق يتضح أن تقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون مفهوم الربحية واضحا لديه. وبذلك يمكن حساب قيمة السهم الحقيقية بناء على النموذج المذكور والمطور من قبل وليس وفايندلي من خلال المعادلة التالية<sup>1</sup>:

$$P = \sum_{t=0}^n \frac{(m)(eps)}{(1+P_s)^n}$$

حيث أن:

P: سعر الحقيقي للسهم؛

r<sub>s</sub>: معدل الخصم؛

eps: تصيب السهم من الأرباح المحققة؛

m: مضاعف الربحية.

يقيس هذا النموذج العلاقة بين قيمة السهم السوقية والقيمة الدفترية وربحيته، وذلك من خلال التعرف على معامل انحدار القيمة السوقية (كمتغير تابع) والقيمة الدفترية للسهم وربحيته (كمتغيرات مستقلة). ويتم حساب قيمة السهم الحقيقية وفقا لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BVP_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + Y$$

<sup>1</sup>فؤاد عبد الحميد النواجحة، مرجع سبق ذكره ص ص 67-69.

حيث أن:

$P_{it}$ : القيمة الحقيقية للسهم في نهاية السنة المالية  $t$ ؛

BVPS: القيمة الدفترية للسهم  $i$  في السنة المالية  $t$ ، ويتم حساب هذا المتغير بقسمة حقوق المساهمين العادية على متوسط عدد الأسهم العادية في نهاية السنة المالية؛

$EPS_{it}$ : ربحية السهم  $i$  في السنة  $t$ ، ويتم حساب هذا المتغير بقسمة صافي الدخل قبل البنود غير العادية بعد خصم نصيب الأسهم الممتازة في الأرباح على متوسط عدد الأسهم في نهاية السنة؛

$a_0, a_1, a_2$ : معاملات النموذج.

مما سبق يتبين أنه يمكن الاستفادة من تلك النماذج في تحديد معدل الخصم، خاصة أنها تعتمد على متغيرات عديدة ومختلفة.

### خلاصة الفصل

تعتبر الأدوات المالية عصب الحياة للأسواق المالية وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة في تلك الأسواق ومن بين هذه الأدوات المالية الأسهم وهي عبارة عن مجموعة كبيرة من الأوراق التي تمثل أموالاً خاصة، والتي تسمح



بتنوع مصادر تمويل المؤسسات ويمثل السهم حق ملكية صاحبه في رأسمال مؤسسة أو مشروع معين، وتنقسم هذه الأسهم إلى أنواع كثيرة بالاعتماد على مجموعة من المعايير وأهمها الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

ويساعد التحليل الفني والتحليل الأساسي المستثمرين في التنبؤ بأسعار الأسهم وذلك لتسهيل عملية اتخاذ قرار الاستثمار ونظرا لوجود علاقة قوية بين أسعار الأسهم وبين المعلومات المتعلقة بها، سميت هذه العلاقة بكفاءة المعلومات المالية.

توجد العديد من النماذج التي تعمل على تقدير أسعار الأسهم وتتمثل في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يعتبر امتدادا لنظرية ماركويتز، حيث تم التوصل اليه من خلال اسقاط افتراضات ماركويتز فيما يخص حالي الافتراض والافتراض ويعتبر هذا النموذج من النماذج المعروفة بشكل واسع وأكثر استعمالا في مجال إدارة المحفظة المالية. وجاءت نظرية تسعير المراجعة لتجيب عن الانتقادات التي وجهت لنموذج الأصول الرأسمالية بالإضافة إلى نماذج أخرى.

## الفصل الثالث: دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-

### دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

المبحث الأول: تقديم شركة أليانس للتأمينات الجزائرية محل الدراسة

المبحث الثاني: تحليل الوضعية المالية لشركة أليانس للتأمينات

المبحث الثالث: التنبؤ بأسعار أسهم شركة أليانس للتأمينات

تمهيد:

حتى لا تبقى دراستنا منحصرة في الجانب النظري فقط، تأتي المرحلة التطبيقية لتبين أهمية الموضوع المعالج، وذلك من خلال محاولتنا اسقاط الجانب النظري على الواقع العملي، وقع اختيارنا على شركة "أليانس" للتأمينات الجزائرية بغرض الوقوف على دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم.

تطرقنا في هذا الفصل إلى تقديم عام للشركة محل الدراسة من حيث تعريفها، هيكلها التنظيمي رأسمالها وأهم نشاطاتها في المبحث الأول، أما في المبحث الثاني فقمنا بتحليل الوضعية المالية للشركة.

### المبحث الأول: تقديم شركة أليانس للتأمينات الجزائرية محل الدراسة

تؤدي شركات التأمينات الجزائرية بكل أنواعها دورا فعالا في تأمين وضمان الأملاك ضد المخاطر التي تهدد وجودها ويتم في هذا المبحث إسقاط الضوء على إحدى شركات التأمين الخاصة الرائدة في قطاع التأمين الجزائري وهي أليانس للتأمينات بالجزائر وسوف نتطرق إلى: التعريف بشركة أليانس لتأمينات الجزائر، رأس مالها ودخولها بورصة الجزائر، أهم منتجاتها.

#### المطلب الأول: التعريف بشركة أليانس للتأمينات الجزائرية

أليانس للتأمينات هي شركة مملوكة للقطاع الخاص ذات أسهم برأسمال وطني، تأسست في 30 جويلية 2005 بموجب الأمر رقم 95-07 المؤرخة في 25 جانفي 1995 والصادر عن وزارة المالية، والمتعلقة بفتح سوق التأمينات، وبعد الحصول على موافقة الجهات المختصة المرسوم رقم (122/05) انطلق نشاط الشركة سنة 2005، بواسطة القيام بجميع عمليات التأمين وإعادة التأمين، حيث تقدم شركة أليانس منتجات وخدمات تأمينية حسب الطلب وحاجة التأمين.<sup>1</sup>

وتعتبر شركة أليانس أول شركة خاصة تلتزم بميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر وكان هذا في 11 مارس 2009 من خلال الكلمة التي ألقاها الرئيس المدير العام للشركة بإحدى الملتقيات، حيث صرح بأن هذا الميثاق هو ضمان الشفافية بالنسبة للشركات، وأن الشركات الخاصة تتعهد أن تكون شفافة في حساباتها وإدارتها لعملائها والحكومات وجميع الجهات الفاعلة الاقتصادية والاجتماعية.<sup>2</sup>

تتواجد شركة أليانس للتأمينات عبر جميع مناطق التراب الوطني، حيث تم فتح أكثر من 263 وكالة تجارية، موزعة على 44 ولاية، وتلتزم الشركة نحو زبائنها والبالغ عددهم أكثر من 400000 زبون مع انتهاج خطة استراتيجية تضع عملائها بشكل ملموس في قلب اهتماماتها عن طريق تقديم المشورة عن قرب، وتقديم مشورة جيدة لهم.<sup>3</sup>

ولقد وصل إجمالي القوى العاملة لدى شركة أليانس خلال 30 جوان 2018، إلى 425 موظف، تمثل قرابة 166 موظف من الإطارات التنفيذية والمديرين الأواسط، و 78 موظف لفئة وكلاء التنفيذيين.<sup>4</sup>

ويمكننا توضيح الهيكل التنظيمي للشركة من خلال الشكل التالي:

<sup>1</sup>رلاسي رياض، إسهامات حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص محاسبة وجباية، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص106.

<sup>2</sup>Revue de presse, Alliance Assurances, 2009, p21.

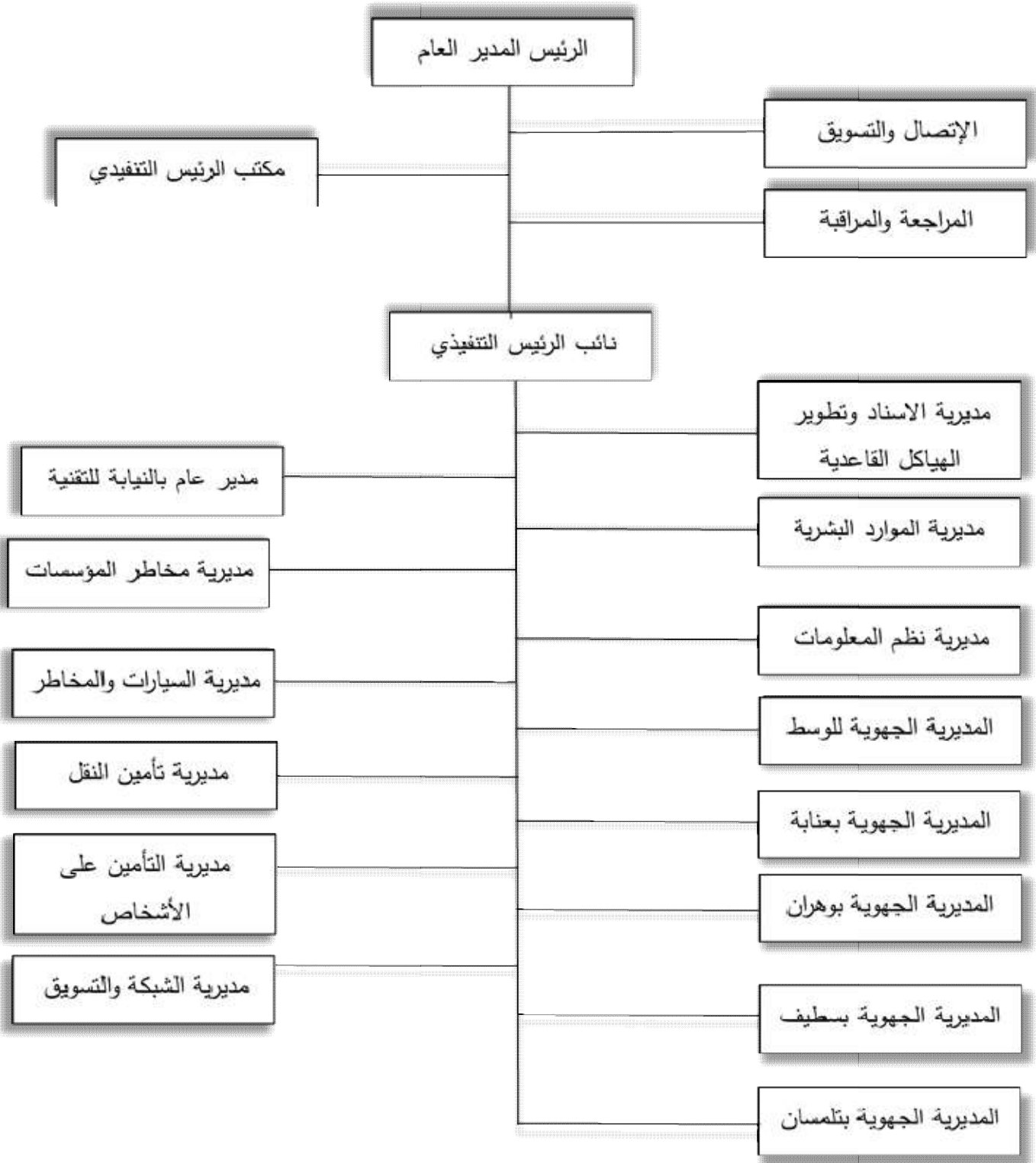
<sup>3</sup>Communique de presse Résultats Semestriel, 2018, (Digitalisation, Croissances et effience), chérage, 30 septembre 2018, p02.

<sup>4</sup>Rapport Intermédiaire , 1 er semestre 2018, p12.

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

الشكل رقم (07): الهيكل التنظيمي لشركة أليانس للتأمينات الجزائرية



المصدر: تنظيم المؤسسة، تاريخ التصفح: 2021/06/01، متوفر على الرابط [www.allianceassurance.com.dz.organisation.html](http://www.allianceassurance.com.dz.organisation.html)

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

نلاحظ أن شركة أليانس ركزت على إظهار مديريات لمختلف منتجاتها بالإضافة إلى مديريات أخرى خاصة بالإدارة، وهناك أيضا مديريات خاصة بالإدارة العليا، كما نلاحظ أن الشركة احترمت الجانب المعياري والنظري للتموضع وظيفية المراجعة الداخلية في الهيكل التنظيمي، والشيء الملاحظ أيضا هو أن المراجعة الداخلية اقترنت تسميتها بالرقابة كذلك لإمكانية القيام بعمليات التفتيش.

#### المطلب الثاني: رأس مال شركة أليانس ودخولها بورصة الجزائر

بدأت شركة أليانس للتأمينات الجزائرية عملها برأس مال مرتفع نوعا ما، هذا ما شجعها بالدخول في البورصة فقد عبرت أليانس عن التزاماتها فيما يخص الاقتصاد الوطني والسوق المالية.

#### الفرع الأول: رأس مال شركة أليانس

بدأت شركة أليانس للتأمينات الجزائرية بمزاولة نشاطها برأس مال ابتدائي قدره 500 مليون دج مقسمة إلى 100000 سهم، قيمة السهم الواحد الاسمية 5000 دج، وفي أواخر سنة 2009 بلغ رأس مال الشركة 800 مليون دج. وفي سنة 2010 زاد رأس مالها إلى 2.2 مليار دج، ليصل إلى 2.5 مليار دج سنة 2016 وهذه الزيادة جاءت من خلال إطلاق عملية الاكتتاب العام، وجاءت هذه الخطوة امتثالا لأحكام الأمر 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009 المعدل والمكمل للمرسوم رقم 95-344 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 والمتعلق بالحد الأدنى لرأس مال شركات التأمين.<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني: دخول شركة أليانس للتأمينات الجزائرية للبورصة الجزائرية

نتيجة لرغبة الشركة في رفع رأسمالها إلى 2.5 مليار دج لجأت إلى عملية الاكتتاب العام تمهيدا لإدراج حصة من أسهمها في بورصة الجزائر، حيث تمت فترة الاكتتاب من 02 نوفمبر 2010 إلى 01 ديسمبر 2010 و تأتي هذه العملية بعد منح لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها الضوء الأخضر من خلال موافقتهم يوم 02 أوت 2010 تحت رقم 2010/02، وقد حدد سعر الاكتتاب بـ830 دينار للسهم الواحد و تأتي هذه الخطوة وفقا لقرار 09-375 المؤرخ في 16 نوفمبر 2009 يعدل و يكمل المرسوم رقم 95-344 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأس مال شركات التأمين.<sup>2</sup>

حيث وافقت الجمعية العامة لشركة أليانس للتأمينات الجزائرية بالجمعية غير العادية في 21 جويلية 2010 على زيادة رأس مال الشركة والمقترح من اجتماع مجلس الإدارة بتاريخ 20 جويلية 2010.

<sup>1</sup>Alliance Assurance, notice d'information, p18.

<sup>2</sup>Rapport Intérimaire «COMPAGNIE ALLACE ASSURANCEESSP. A» PREMIER SEMESTRE, 2011, p03.

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

وتعتبر شركة أليانس أول مؤسسة من القطاع الخاص تدخل إلى البورصة، وقد بلغت الأموال التي تم رفعها بمقدار 1.4 مليار دينار.

وتسعى شركة أليانس إلى تحقيق جملة من الأهداف، حيث يعتبر الرئيس المدير العام لشركة أليانس للتأمينات الجزائرية فتح رأس مال الشركة عن طريق البورصة عملية تاريخية بالنسبة للشركة والسوق المالية، كما أكد بأن هناك أهداف استراتيجية ستتحقق من وراء العملية الأولى من نوعها في تاريخ السوق المالية الجزائرية ومن بين الأهداف التي تم ذكرها ما يلي<sup>1</sup>:

- رفع رأس مال الشركة تطبيقا لشروط قانون التأمينات لسنة 2009؛
- اقتسام الثروة الناجمة عن العملية من خلال إعطاء فرصة جديدة للجزائريين لتوظيف أموالهم عن طريق وسائل جديدة للادخار؛
- زيادة حصة الشركة في السوق؛
- ابتكار منتجات جديدة؛
- توظيف مهارات جديدة وتحسين نظام الجزائر وقياس الأداء؛
- زيادة التواصل مع المساهمين.

### المطلب الثالث: أهم نشاطات شركة أليانس Alliance (منتجات التأمين الخاصة بالشركة)

تقوم شركة أليانس للتأمينات بتقديم منتجات وخدمات متنوعة على حسب الطلب وحاجة الزبائن في شكل باقة تم إعدادها بمراعاة الاحتياجات الخاصة للزبائن. وتتمثل فيما يلي<sup>2</sup>:

- التأمينات الموجهة للأفراد والمخصصة ل:
  - السيارات بما فيها المساعدة؛
  - الحوادث الفردية حياة او وفاة؛
  - المخاطر المتعددة للسكنات؛
  - السفر (تأشيرة قضاة شحن و جهات أخرى، عمرة،...الخ)؛
  - الكوارث الطبيعية CAT-NAT؛
  - الصحة والاحتياط.
- التأمينات المهنية (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصناعية المهن الحرة، الحرفيين والتجار): وتتمثل في<sup>1</sup>:

<sup>1</sup>http : // [www.echorouk.com/ara/economie/63308.Htm/01-06-2021.10:00](http://www.echorouk.com/ara/economie/63308.Htm/01-06-2021.10:00).

<sup>2</sup>نبيوع سفيان، استثمار الفرائض المالية لشركات التأمين في بورصة الجزائر-دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية خلال فترة 2011-2013، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2014-2015، ص24.

- السيارات (أسطول صغير أو كبير)؛
  - المساعدة (أسطول صغير أو كبير)؛
  - المخاطر المتعددة المهنية (بما فيها المسؤولية البدنية وضمانات أخرى)؛
  - تأمين المجموعة (إضافي صحة)؛
  - الكوارث الطبيعية؛
  - نقل البضائع بحرا وجوا وبرا؛
  - أضرار المياه.
- التأمين على المخاطر الصناعية: وتتمثل في<sup>2</sup>:
- حرائق ومخاطر ملحقة؛
  - تحطيم الآلات؛
  - المسؤولية المدنية المهنية؛
  - المسؤولية المدنية "المنتجات المسلمة"؛
  - خسائر منتجات مخزنة في غرف التبريد؛
  - تأمين أنظمة الإعلام الآلي الصغيرة؛
  - أسطول سيارات (أكثر من 25 سيارة)؛
  - إضافي الصحة لفائدة المستخدمين؛
  - نقل البضائع بري، بحري، جوي؛
  - اضطرابات واحتياجات شعبية.
- التأمينات على البناء والأعمال الهندسية: وتتمثل فيما يلي<sup>3</sup>:
- المسؤولية المدنية للمصمم (مكانة الدراسات وهيئات المراقبة والمهندسين)؛
  - المسؤولية المدنية لمنجز المشروع (المشرف على الإنجاز، مقاولون رئيسيون، مقاولون في الإنجاز)؛
  - جميع أخطار الورشات في الهندسة المدنية وكل أخطار تركيب الآلات والتجهيزات؛
  - نقل وتخزين وسيط شامل لتجهيزات الورشة؛
  - المسؤولية المدنية للوفاة؛
  - الحوادث الفردية للعاملين في الورشات؛
  - تأمينات على نقل المنتجات والتجهيزات؛

<sup>1</sup> مرجع سابق، ص 24.

<sup>2</sup> فلاح حليلة، دور قطاع التأمين في تفعيل التنمية الاقتصادية-دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، جامعة الجيلالي بونعامة خميس مليانة، الجزائر 2016-2017، ص 40.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 41.



## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

- خسائر الاستغلال المسبق.

#### المبحث الثاني: تحليل الوضعية المالية لشركة "أليانس" للتأمينات

نقوم بدراسة الوضعية المالية لشركة "أليانس" للتأمينات الجزائرية قصد أخذ نظرة عامة على التسيير المالي من وجهة نظر التحليل المالي، وللتعرف على مدى سلامة مركزها المالي بعرض وتحليل الميزانية المالية المختصرة. وحساب بعض النسب والمؤشرات التي تمكننا من معرفة الوضع المالي لها. وقد اقتصرنا دراستنا على ست سنوات (من 2015 إلى 2020) لإجراء الدراسة باعتبارها أحدث فترة.

#### المطلب الأول: عرض وتحليل الميزانية المالية المختصرة

سنقوم بدراسة البنية المالية للمؤسسة وذلك بدراسة تطور عناصر الأصول وعناصر الخصوم. حيث سنقوم بعرض الميزانية المالية المختصرة لخمس سنوات من 2015-2020.

#### - دراسة عناصر الأصول

#### الجدول رقم (01): الميزانية المالية المختصرة لأصول شركة أليانس للتأمينات

الوحدة: ألف دج

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
أصول غير متداولة	2797281.5	3486421.1	3323201.8	41133878.5	53311144.6	6514119.4
الأصول الثابتة المعنوية	104405.2	78165.3	58522.6	59785	42578.8	43765.6
الأصول الثابتة المادية	1274306.3	1480182.5	1629754	1914260.8	2731862.3	3538399.4
الأصول الثابتة المالية	1418525	1928073.2	1634925.1	2159832.7	2536703.5	2931954.4
الأصول المتداولة	4402804.3	4198177.2	4880092.7	4316538.9	4604215.5	5095644.3
المؤونات التقنية للتأمين	272583.8	440877.6	441848.6	383921.1	321768.3	458634
الحقوق والحسابات المماثلة	2507569.7	2837400	2940621.2	2765561.7	3135512	3537578.4
المتاحات	1622650.7	919899.6	1497622.9	1167055.9	1146935.2	1099431.9
مجموع الأصول	7200085.8	7684598.3	8203294.5	8450417.5	9915360.1	11609764

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق (1-4-7-10-13-16)

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

#### - تطور قيم عناصر الأصول

#### الجدول رقم (02): تطور قيم عناصر الأصول

البيان	2016	2017	2018	2019	2020
أصول غير متداولة	24.63%	-4.68%	24.36%	28.47%	22.65%
الأصول الثابتة المعنوية	-25.95%	-25.12%	2.15%	-28.78%	2.78%
الأصول الثابتة المادية	16.15%	10.10%	17.45%	42.71%	29.52%
الأصول الثابتة المالية	35.92%	-15.20%	32.10%	17.44%	15.58%
أصول غير متداولة	-4.68%	16.24%	-11.54%	6.66%	10.67%
المؤونات التقنية للتأمين	61.74%	0.22%	-13.11%	-16.18%	42.53%
الحقوق والحسابات المماثلة	13.15%	3.63%	-5.95%	13.37%	12.82%
المتاحات	-43.30%	62.80%	-22.07%	-1.72%	-4.14%
مجموع الأصول	6.72%	6.74%	3.01%	17.33%	17.08%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق(4-7-10-13-16)

من خلال الجدول رقم (02) نلاحظ ارتفاع الأصول الغير متداولة خلال سنة 2016 بنسبة 24.63%، ويعود سبب الارتفاع أساسا إلى ارتفاع كل من الأصول الثابتة المادية والأصول المالية والتي قدرت بنسبة 16.15% و 35.92% على التوالي، أما خلال سنة 2017 فنلاحظ انخفاض الأصول الغير متداولة بنسبة 4.68%، ويعود سبب الانخفاض إلى انخفاض كل من الأصول الثابتة المعنوية والأصول المالية نسبة قدرت ب 25.12% و 15.20% على التوالي، ليعود الارتفاع من جديد خلال سنتي 2018 و 2019 بنسبة 24.36% و 28.47% على التوالي، ويعود سبب الارتفاع خلال سنة 2018 أساسا إلى ارتفاع كل من الأصول الثابتة المعنوية بنسبة 2.15%، والأصول الثابتة المادية بنسبة 17.45% والأصول المالية بنسبة 32.1%، أما خلال سنة 2019 فيعود سبب الارتفاع أساسا إلى ارتفاع كل من الأصول الثابتة المادية والأصول المالية بنسبة 42.71% و 17.44% على التوالي، ليعود الانخفاض خلال سنة 2020 بنسبة 22.65% ويعود سبب هذا الانخفاض إلى كل من الأصول الثابتة المادية والأصول المالية والتي قدرت بنسبة 29.52% و 15.58% على التوالي.

أما فيما يخص الأصول المتداولة فعرفت تذبذبا على مدار سنوات الدراسة حيث ترتفع وتتنخفض من سنة لأخرى، حيث عرفت انخفاض خلال سنة 2016 بنسبة 4.64%، ويرجع هذا الانخفاض إلى انخفاض المتاحات بنسبة 43.30%، أما خلال سنة 2017 فعرفت ارتفاع بنسبة 16.24% ويرجع هذا الارتفاع إلى

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

ارتفاع المتاحات بنسبة 62.80%، ليعود الانخفاض خلال سنة 2018 بنسبة 11.54% ويعود هذا الانخفاض إلى انخفاض كل من المؤونات التقنية للتأمين والحقوق والحسابات المماثلة والمتاحات بنسبة 13.11% و 5.95% و 22.07% على التوالي، ليعود الارتفاع خلال سنتي 2019 و 2020 بنسبة 6.66% و 10.67% على التوالي، ويعود سبب الارتفاع خلال سنة 2019 إلى ارتفاع الحقوق والحسابات المماثلة بنسبة 13.37%، أما خلال سنة 2020 فيعود سبب الارتفاع إلى ارتفاع كل من المؤونات التقنية للتأمين والحقوق والحسابات المماثلة بنسبة 42.53% و 12.82% على التوالي.

أما بالنسبة لمجموع الأصول فنلاحظ أنه ارتفع خلال سنتي 2016 و 2017 بنسبة 6.72% و 6.74% على التوالي، ويعود سبب الارتفاع خلال سنة 2016 إلى ارتفاع الأصول الغير متداولة والتي قدرت بنسبة 24.63% على عكس الأصول المتداولة التي انخفضت بنسبة 4.64%، أما خلال سنة 2017 فيعود سبب الارتفاع أساسا إلى ارتفاع الأصول المتداولة بنسبة 16.24% على عكس الأصول الغير متداولة التي انخفضت بنسبة 4.68%. أما بالنسبة لسنة 2018 فنلاحظ انخفاض مجموع الأصول بنسبة 3.01% ويعود هذا الانخفاض إلى انخفاض الأصول المتداولة بنسبة 11.54% على عكس الأصول الغير متداولة التي عرفت ارتفاعا بنسبة 24.36%، ليعود ويحقق المجموع العام للأصول تطورا موجبا خلال سنة 2019 حيث ارتفع بنسبة 17.33% ويعود هذا الارتفاع إلى التطور الموجب لكل من الأصول الغير متداولة والأصول المتداولة بنسبة 28.47% و 6.66% على التوالي، أما خلال سنة 2020 فنلاحظ انخفاض مجموع الأصول بنسبة 17.08% ويعود سبب الانخفاض إلى انخفاض الأصول الغير متداولة بنسبة 22.65% على عكس الأصول المتداولة التي عرفت ارتفاعا بنسبة 10.67%.

- دراسة عناصر الخصوم:

### الجدول رقم (03): الميزانية المختصرة لخصوم شركة أليانس للتأمينات

الوحدة: ألف دج

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
الأموال الخاصة	2881705.8	3085479.6	3241417.6	3427570.4	4397291.9	5096135.9
الخصوم الغير متداولة	607456.9	801892.1	667304.2	385075.8	482086.2	530472
الخصوم المتداولة	3710923.1	3797226.5	4294572.7	4637771.2	5035982.1	5986877.6
مجموع الخصوم	7200085.8	7684598.3	8203294.5	8450417.5	9915360.3	11613486

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق (2-5-8-11-14-17)

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

- تطور قيم عناصر الخصوم

الجدول رقم (04): تطور قيم عناصر الخصوم

البيان	2016	2017	2018	2019	2020
الأموال الخاصة	7.07%	5.05%	5.74%	28.29%	15.89%
الخصوم الغير متداولة	32%	-16.78%	-42.29%	25.19%	10.03%
خصوم متداولة	2.32%	13.09%	13.75%	8.58%	18.88%
مجموع الخصوم	6.72%	6.74%	3.01%	17.33%	17.12%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق(5-8-11-14-17)

يتضح من خلال الجدول رقم (04) ما يلي:

• الأموال الخاصة سنة 2016 قدرت بنسبة 7.07% وفي سنة 2017 سجلت انخفاضا إلى 5.05% وفي سنتي 2018 و 2019 سجلت ارتفاعا بنسبة 5.74% و 28.29% على التوالي، لتعود إلى الانخفاض سنة 2020 بنسبة 15.89%.

• الخصوم الغير متداولة سجلت سنة 2016 نسبة 32%، وخلال سنتي 2017 و 2018 سجلت انخفاضا بنسبة 16.78% و 42.29% على التوالي لتعود إلى الارتفاع خلال سنة 2019 بنسبة 25.19%، لتعود للانخفاض سنة 2020 بنسبة 10.03%.

• الخصوم المتداولة سجلت خلال سنة 2016 نسبة 2.32% وفي السنوات 2017 و 2018 و 2019 سجلت ارتفاعا بنسبة 13.09% و 13.75% على التوالي، أما خلال سنة 2019 فعرفت انخفاضا بنسبة 8.58%، لتعود إلى الارتفاع خلال سنة 2020 بنسبة 18.88%.

أما مجموع الخصوم فسجل خلال سنة 2016 نسبة 6.72% وفي سنة 2017 سجل ارتفاع إلى 6.74%، وفي سنة 2018 سجل انخفاض إلى 3.01% ليعود إلى الارتفاع خلال سنة 2019 بنسبة 17.33%، ليعود إلى الانخفاض خلال سنة 2020 بنسبة 17.12%.

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

#### المطلب الثاني: دراسة وتحليل مؤشرات التوازن المالي

بعد دراسة البنية المالية للمؤسسة، يتم الآن التطرق إلى دراسة التوازن المالي من خلال مؤشرات رأس المال العامل واحتياجات رأس المال العامل والخزينة.

#### الجدول رقم (05): مؤشرات التوازن المالي في شركة أليانس للتأمينات

الوحدة: ألف دج

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
رأس المال العامل	691881.2	400950.6	585520	-321232.3	-431766.6	-891233.3
رأس المال العامل الخاص	84424.3	-400941.5	-81784.1	706308	-913852.7	-1417983.5
رأس المال العامل الإجمالي	4402804.3	4198177.2	4880092.7	4316538.9	4604215.5	5095644.3
رأس المال العامل الأجنبي	4318380	4599118.7	4961876.9	5022847	5518068.3	6517349.6
احتياجات رأس المال العامل	-20769.5	-108948.9	-62102.8	-1138288.2	-1328701.8	-1910662.7
الخزينة	712650.7	509899.6	647622.9	817055.9	896935.2	1019429.4

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الميزانية المختصرة (الجدول رقم 03)

من خلال الجدول رقم(05) نلاحظ ما يلي:

رأس المال العامل: تم حسابه من أسفل الميزانية لأنه أكثر دلالة على التوازن المالي باستعمال العلاقة التالية:

رأس المال العامل = الأصول المتداولة - الخصوم المتداولة

نلاحظ من خلال النتائج التي تحصلنا عليها أن رأس المال العامل موجب خلال السنوات الثلاث الأولى أي من 2015 و 2017، هذا دليل على قدرة الشركة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل باستعمال أصولها المتداولة مع وجود فائض في السيولة على المدى القصير وهذا ما يؤكد امتلاكها لهامش أمان يساعدها على مواجهة الصعوبات وضمان استمرار توازن هيكلها المالي، إلا أنه خلال السنوات الثلاث الأخيرة سجل رأس المال العامل انخفاضا بسبب انخفاض الأصول المتداولة وزيادة الخصوم المتداولة، وكان سالبا ما يؤكد عدم قدرة الشركة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل باستخدام أصولها المتداولة، وهذا مؤشر غير جيد وهو ما يعني أن المؤسسة لا تملك هامش أمان يمكنها من مواجهة حوادث دورة الاستغلال، أن المؤسسة تعجز على تمويل احتياجاتها المالية باستخدام مواردها المالية الدائمة.

رأس المال العامل الخاص: تم حسابه وفق العلاقة التالية:

رأس المال العامل الخاص = الأموال الخاصة - الأصول الثابتة

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

من خلال الجدول رقم (05) نلاحظ أن رأس المال العامل الخاص سالب في أغلب سنوات الدراسة ما عدا سنتي 2015 و 2018 والذي كان خلالهما موجبا وهذا يفسر بأن الأموال الخاصة للشركة كافية لتمويل الأصول الثابتة مع وجود فائض والذي يستعمل لتمويل أو تغطية جزء من الأصول المتداولة أي تم استعماله في دورة الاستغلال وهذا مؤشر غير جيد ولا يقيس التوازن المالي.

**رأس المال العامل الإجمالي:** يمثل رأس المال العامل الإجمالي للشركة مجموع المبالغ التي مولت بها أصولها المتداولة، وبما أن شركة أليانس هي شركة خدمية ذات طابع تجاري فإن أصولها المتداولة أكبر من أصولها الغير متداولة خلال سنوات الدراسة ولأن نشاطها الرئيسي يتمثل في تقديم الخدمات التأمينية للزبائن فهي تضم المؤونات التقنية للتأمين ومختلف حقوقها بالإضافة للخزينة، كما نلاحظ أن مبالغ رأس المال العامل الإجمالي كان موجبا خلال سنوات الدراسة.

**رأس المال العامل الأجنبي:** وهو يمثل إجمالي الديون التي تحوزها الشركة من الخارج لتمويل نشاطها وتم حسابه وفق العلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الأجنبي} = \text{الخصوم الغير متداولة} + \text{الخصوم المتداولة}$$

من خلال الجدول رقم (05) نلاحظ أن الشركة تعتمد بدرجة كبيرة على الديون وذلك بحكم طبيعة نشاطها، ومبالغها مرتفعة فهي تمثل بالتقريب ضعف الأموال الخاصة لأنها تتعامل بأموال الغير، حيث سجلنا ارتفاعا مستمرا في رأس المال العامل الأجنبي خلال سنوات الدراسة وهذا مؤشر جيد للشركة مما يدل على زيادة عمليات الاكتتاب في الشركة.

**احتياجات رأس المال العامل:** يتم حساب احتياجات رأس المال العامل وفق العلاقة التالية:

$$\text{احتياجات رأس المال العامل} = (\text{أصول متداولة} - \text{أصول الخزينة}) - (\text{خصوم متداولة} - \text{خصوم الخزينة})$$

من خلال حساب احتياجات رأس المال العامل لشركة أليانس نلاحظ أنها كانت سالبة خلال سنوات الدراسة، أي أنها الاحتياجات الضرورية المرتبطة مباشرة بدورة الاستغلال تم تغطيتها من طرف الموارد الدورية مع الاحتفاظ بهامش.

**الخزينة:** تعبر الخزينة عن مجموع الأموال السائلة التي تملكها الشركة أو ما يسمى بالنقديات وتم حسابها كما يلي:

$$\text{الخزينة} = \text{رأس المال العامل} - \text{احتياجات رأس المال العامل}$$

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

من خلال الجدول رقم (05) يتضح أن الخزينة الشركة موجبة ولكن بمبالغ ضخمة إلا أن بحكم طبيعة نشاطها فيجب على الشركة الاحتفاظ بجزء من أموالها لمواجهة التزاماتها اتجاه المؤمن لهم عند حدوث الضرر، إلا أن عليها الموازنة بين السيولة والربحية وذلك لتحقيق عوائد أكبر وكذا الوفاء بالتزاماتها في آجالها.

#### المطلب الثالث: دراسة وتحليل النسب المالية

التحليل باستخدام النسب المالية يزودنا بمعلومات أكثر توضيحا ودقة وتفسيرا عن الوضعية المالية للمؤسسة حتى نتمكن من تقييم قرارات الاستثمار والتمويل، وسنقوم بحساب نسب مختارة ومحددة، والتي تخدم موضوع الدراسة من خلال الوثائق المحاسبية للمؤسسة محل الدراسة.

#### - نسب السيولة

هذه النسب تقيس الملاءة المالية للمؤسسة في المدى القصير، وسنقوم بحساب نسبة التداول فقط لأنها هي التي تهتمنا في دراستنا.

#### • نسبة التداول: وتحسب وفق العلاقة التالية:

نسبة التداول = الأصول المتداولة ÷ الخصوم المتداولة

#### الجدول رقم (06): نسبة التداول

الوحدة: ألف دج

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
الأصول المتداولة	40402804.3	4198177.2	4880092.7	4316538.9	4604215.5	5095644.3
الخصوم المتداولة	3710923.1	3797226.5	4294572.7	4637771.2	5035982.1	5986877.6
نسبة التداول	1.18	1.1	1.13	0.93	0.91	0.85

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للشركة

نلاحظ من خلال الجدول رقم (06) أن:

نسبة التداول خلال السنوات الأولى من الدراسة كانت أكبر من الواحد حيث سجلنا خلال سنة 2015 نسبة تقدر ب1.18 وفي سنة 2016 نسبة 1.1 أما في سنة 2017 فكانت 1.13، وهذا يدل على قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل دون صعوبة، أما خلال السنوات 2018 و 2019 و 2020 فسجلنا نسبة أقل من الواحد قدرت ب 0.93 و 0.81 و 0.85 على التوالي، وهو مؤشر غير جيد للمؤسسة، أي أنها غير قادرة على تغطية ديونها قصيرة الأجل باستعمال أصولها المتداولة.

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

#### - نسب التمويل

تقيس هذه النسب مدى اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على مواردها المالية الذاتية وعلى الأموال الأجنبية، سنقوم بحساب الاستقلالية المالية فقط لأنها هي فقط التي تهتمنا في دراستنا.

• نسبة الاستقلالية المالية: وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}} \times 100$$

الجدول رقم (07): نسبة الاستقلالية المالية

الوحدة: ألف دج

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
الأموال الخاصة	2881706	3085480	3241418	3427570.4	4397292	5096135.9
مجموع الخصوم	7200086	7684598	8203295	8450417.5	9915360	11613486
نسبة الاستقلالية المالية	40.20%	40.15%	39.51%	40.56%	44.34%	43.88%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للشركة

من خلال الجدول رقم (07) نلاحظ أن الديون أقل من الأموال الخاصة وهذا يدل على أن المؤسسة لا تعتمد على الديون أي أنها مستقلة ماليا، إذ أن الحجم الصغير للديون يجعل المؤسسة مستقلة في اتخاذ قراراتها المالية.

#### - نسب المردودية

تشير هذه النسب إلى مدى كفاءة الإدارة في مدى تحقيق الأرباح ومدى فعالية المؤسسة في استخدام مواردها المتاحة.

• المردودية المالية: وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$



## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

الجدول رقم (08): المردودية المالية

الوحدة: ألف دج

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
النتيجة الصافية	363021.2	421932	432141	462355.8	482089.5	481034.5
الأموال الخاصة	2881706	3085480	3241418	3427570.4	4397292	5096135.9
المردودية المالية	0.12	0.13	0.13	0.13	0.1	0.09

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للشركة

من خلال الجدول رقم (08) نلاحظ أن المردودية المالية موجبة خلال سنوات الدراسة، إذ تعكس مدى كفاءة المؤسسة في استغلال أموالها الخاصة، حيث سجلت خلال سنة 2015 نسبة 0.12 أما خلال السنوات 2016 و 2017 و 2018 كانت ثابتة بنسبة 0.13 وهذا لارتفاع النتيجة الصافية وارتفاع الأموال الخاصة، أما خلال سنتي 2019 و 2020 سجلت انخفاض بنسبة 0.1 و 0.9 على التوالي.

• المردودية الاقتصادية: وتحسب وفق العلاقة التالية:

المردودية الاقتصادية = النتيجة الصافية ÷ مجموع الأصول

الجدول رقم (09): المردودية الاقتصادية

الوحدة: ألف دج

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
النتيجة الصافية	363021.2	421932	432141	462355.8	482089.5	481043.5
مجموع الأصول	7200086	7684598	8203295	8450417.5	9915360	11609764
المردودية الاقتصادية	0.05	0.05	0.05	0.05	0.04	0.04

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للشركة

تقيس نسبة المردودية الاقتصادية الفعالية في استخدام الأصول الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، حيث أن كل 1 دج مستثمر خلال سنوات الأربع الأولى للدراسة يولد 0.05 من النتيجة الصافية وهو يدل على الاستغلال الأمثل لأصول المؤسسة، أما خلال سنتي 2019 و 2020 انخفضت هذه النسبة، حيث يحقق الدينار الواحد 0.04 من النتيجة الصافية.

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

• المردودية التجارية: وتحسب وفق العلاقة التالية:

المردودية التجارية= النتيجة الصافية ÷ رقم الاعمال خارج الضريبة

الجدول رقم (10): المردودية التجارية

الوحدة: ألف دج

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
النتيجة الصافية	363021.2	421932	432141	462355.8	482089.5	481034.5
رقم الاعمال خارج الضريبة	2764859	2670016	2598888	2776461.3	2716872	2486524.2
المردودية التجارية	0.13	0.15	0.16	0.16	0.17	0.19

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للشركة

من خلال الجدول رقم (10) نلاحظ أن:

المردودية التجارية كانت نسبتها موجبة على مدار سنوات الدراسة، إذ سجلت على التوالي: 0.13-0.15-0.16-0.16-0.17-0.19 وهذا دليل على كفاءة المسيرين في إدارة رقم الاعمال والتكاليف الكلية للمؤسسة.

#### - نسب الربحية

بينما تقيس كل مجموعة من النسب التي تم تناولها جوانب معينة من أداء الشركة، فإن نسب الربحية توحد الأثر لأغلب قرارات الإدارة، ولأنها تفحص قدرة المؤسسة على توليد الأرباح والتي تعتبر مقياس لفعالية السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية والقرارات المتخذة المتعلقة بها، لذا سنقوم بحساب بعض هذه النسب حسب ما يتوفر لدينا من معلومات مالية.

• معدل العائد على حقوق الملكية: وتحسب وفق العلاقة التالية:

معدل العائد على حقوق الملكية= (الأرباح الصافية ÷ الأموال الخاصة) × 100

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

الجدول رقم (11): معدل العائد على حقوق الملكية

الوحدة: ألف دج

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
الأرباح الصافية	363021.2	421932	432140	462355.8	482089.5	481034.5
الأموال الخاصة	2881706	3085480	3241418	3427570.4	4397292	5096135.9
معدل العائد على حقوق الملكية	12%	13%	13%	13%	10%	9%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للشركة

معدل العائد على حقوق الملكية يبين ربحية الأموال الخاصة وكلما كان هذا المعدل مرتفع كان ذلك مؤشرا إيجابيا، ومن خلال النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن هذا المعدل خلال سنة 2015 قدر بـ 12% ليرتفع خلال سنة 2016 إلى 13% ويبقى ثابتا خلال سنتي 2017 و 2018، ليعود إلى الانخفاض خلال سنتي 2019 و 2020 بنسبة 10% و 9% على التوالي.

• معدل العائد على الاستثمار: ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = (\text{الأرباح الصافية} \div \text{مجموع الأصول}) \times 100$$

الجدول رقم (12): معدل العائد على الاستثمار

الوحدة: ألف دج

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
الأرباح الصافية	363021.2	421932	432141	462355.8	482089.5	481034.5
مجموع الأصول	7200086	7684598	8203295	8450417.5	9915360	2486524.2
معدل العائد على الاستثمار	5%	5%	5%	5%	4%	4%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للشركة

معدل العائد على الاستثمار يمثل الربح الصافي بالنسبة لإجمالي الأصول، ونلاحظ من النتائج المتوصل إليها أن الإدارة كفوّة في استخدام أصولها لتحقيق عوائد حيث كانت في المتوسط 5% من إجمالي الأصول خلال السنوات الأربع الأولى و 4% خلال سنتي 2019 و 2020.

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

#### المبحث الثالث: التنبؤ بأسعار أسهم شركة أليانس للتأمينات

تعتمد شركة "أليانس" للتأمينات على نسب السوق للتنبؤ بأسعارها، لدى سنتعرف على هذه النسب بمختلف أنواعها، ودراسة تطور القيمة السوقية لأسهم هذه الشركة، وتطور ربحية وأداء أسهمها.

#### المطلب الأول: تطور القيمة السوقية لأسهم شركة أليانس للتأمينات

سنتطرق في هذا المطلب إلى دراسة تطور القيمة السوقية لأسهم شركة أليانس، وتحليل نسبتي الربح لكل سهم عادي ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ومدى تأثيرهما على أسهمها.

#### الجدول رقم (13): القيمة السوقية لأسهم شركة أليانس للتأمينات

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
جانفي	607.5	524.38	465	420	428.28	418
فيفري	610.63	510	465	421.25	444.75	419.08
مارس	590	513.33	460	420	433.58	424.55
أفريل	577.22	513.75	455.63	425	430.07	-
ماي	-	503.33	445	426.67	432.53	-
جوان	566.11	-	422.55	430	436.33	-
جويلية	573.33	-	401.67	430	434.85	417.85
أوت	570	465	420	395	394	375.5
سبتمبر	612.78	465	420	415	394.76	377.61
أكتوبر	625	466.67	416.66	420	405.21	381
نوفمبر	-	466.67	416.67	423.25	413.08	381
ديسمبر	556.67	465	415	426.69	417.58	331.92

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير الشهرية لبورصة الجزائر

نلاحظ من خلال الجدول رقم (13) أن القيم السوقية لشركة أليانس للتأمينات عرفت انخفاضا كبيرا خلال سنوات الدراسة حيث كانت خلال سنة 2015 بقيمة 607.5 لتتخفص خلال 2016 إلى 465، وتبقى في انخفاض خلال السنوات 2017، 2018، 2019، لتصل إلى 331.92 خلال سنة 2020.

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

- **نسب السوق:** هي تلك النسب التي تساعد المستثمرين على تقييم ما يمتلكون من أسهم المنشآت وما تحققه تلك الأسهم من عوائد. وتمثل هذه النسب في نسبة الربح بكل سهم عادي، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نسبة سعر السهم إلى ربح السهم، نسبة القيمة الدفترية للسهم العادي.
- **نسبة الربح لكل سهم عادي:** وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة الربح لكل سهم عادي} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

الجدول رقم (14): نسبة الربح لكل سهم عادي

السنة	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ربحية السهم	62.54	72.69	74.44	79.65	83.05	51.79

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للشركة

نلاحظ أن ربحية السهم في ارتفاع مستمر منذ انضمام شركة أليانس للتأمينات للبورصة باستثناء الانخفاض المسجل سنة 2020 بنسبة 0.37 الناتج عن انخفاض النتيجة الصافية لهذه السنة. ويدل هذا الارتفاع المستمر في ربحية السهم على زيادة كفاءة مجلس إدارة الشركة لأن ارتفاعه يؤثر بشكل إيجابي على السعر في السوق على الطويل مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة.

- **القيمة الدفترية للسهم العادي:** وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \text{جملة حقوق الأسهم العادية} \div \text{عدد الأسهم العادية}$$

الجدول رقم (15): القيمة الدفترية للسهم العادي

السنة	2015	2016	2017	2018	2019	2020
القيمة الدفترية للسهم العادي	433.91	458.87	483.98	425.25	433.26	402.75

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للشركة

من خلال الجدول رقم (15) نلاحظ أن القيمة الدفترية للسهم العادي كانت مرتفعة خلال السنوات الثلاث الأولى من الدراسة وهذا راجع إلى ارتفاع كل من الاحتياطات والأرباح المحتجزة وهذا دليل على صحة أداء المنشأة. أما خلال السنوات الثلاث الأخيرة فسنجدنا انخفاضاً في هذه القيمة مقارنة مع السنوات الثلاث الأولى وهذا يعود أساساً إلى انعدام الأرباح المحتجزة.

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

• نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: وتحسب وفق العلاقة التالية:

نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية = سعر السهم العادي في السوق ÷ القيمة الدفترية للسهم العادي

الجدول رقم (16): نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
جانفي	1.4	1.14	0.96	0.98	0.98	1.03
فيفري	1.4	1.11	0.96	0.99	1.02	1.04
مارس	1.35	1.11	0.95	0.98	1	1.05
أفريل	1.33	1.11	0.94	0.99	0.99	-
ماي	-	1.09	0.91	1	0.99	-
جوان	1.3	-	0.87	1.01	1	-
جويلية	1.32	-	0.82	1.01	1	1.03
أوت	1.31	1.01	0.86	0.92	0.9	0.93
سبتمبر	1.41	1.01	0.86	0.97	0.91	0.93
أكتوبر	1.44	1.01	0.86	0.98	0.93	0.94
نوفمبر	-	1.01	0.86	0.99	0.95	0.94
ديسمبر	1.28	1.01	0.85	1	0.96	0.82

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (13)

من خلال الجدول رقم (16) نلاحظ أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كانت خلال سنتي 2015 و 2016 أكبر من 1 هذا يعني أن الشركة تقوم بأداء جيد وهذا راجع إلى ارتفاع سعر السهم في السوق عن القيمة الدفترية للسهم، أما خلال السنوات الأخيرة فكانت النسبة على العموم أقل من الواحد إلى أن وصلت إلى 0.82 خلال سنة 2020 وهذا يعود إلى تراجع القيمة السوقية.

**المطلب الثاني: تطور ربحية وأداء سهم شركة أليانس للتأمينات**

سنتطرق في هذا المطلب إلى دراسة تطور ربحية وأداء سهم شركة أليانس للتأمينات من خلال تحليل النسب السابقة بالإضافة إلى نسبة سعر السهم إلى ربح السهم.

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

#### - تطور الربحية

نسبة سعر السهم إلى ربح السهم: وتحسب وفق العلاقة التالية:

نسبة سعر السهم إلى ربح السهم = سعر السهم العادي في السوق ÷ نصيب السهم من الأرباح المحققة

الجدول رقم (17): نسبة سعر السهم إلى ربح السهم

البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
جانفي	9.71	7.21	6.24	5.27	5.15	8.07
فيفري	9.76	7.01	6.24	5.28	5.35	8.09
مارس	9.43	7.06	6.17	5.27	5.25	8.19
أفريل	9.22	7.06	6.12	5.33	5.17	-
ماي	-	6.92	5.97	5.35	5.2	-
جوان	9.05	-	5.67	5.39	5.25	-
جويلية	9.16	-	5.39	5.39	5.23	8.06
أوت	9.11	6.39	5.64	4.95	4.74	7.25
سبتمبر	9.79	6.39	5.64	5.21	4.75	7.29
أكتوبر	9.99	6.42	5.59	5.27	4.87	7.35
نوفمبر	-	6.42	5.59	5.31	4.97	7.35
ديسمبر	8.9	6.39	5.57	5.35	5.02	6.4

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (13)

من خلال الجدول رقم (17) نلاحظ أن نسبة سعر السهم إلى ربح السهم كانت مرتفعة خلال سنة 2015 بسبب ارتفاع النتيجة الصافية، أما خلال السنوات 2016 و 2017 و 2018 و 2019 فبدأت هذه النسبة في الانخفاض وهذا راجع انخفاض القيمة السوقية، لتعود إلى الارتفاع خلال سنة 2020 وهذا يعود إلى ارتفاع القيمة السوقية.

## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

- تحليل أداء سهم شركة أليانس للتأمينات

الجدول رقم (18): مؤشرات سهم أليانس للتأمينات خلال الفترة 2015-2020

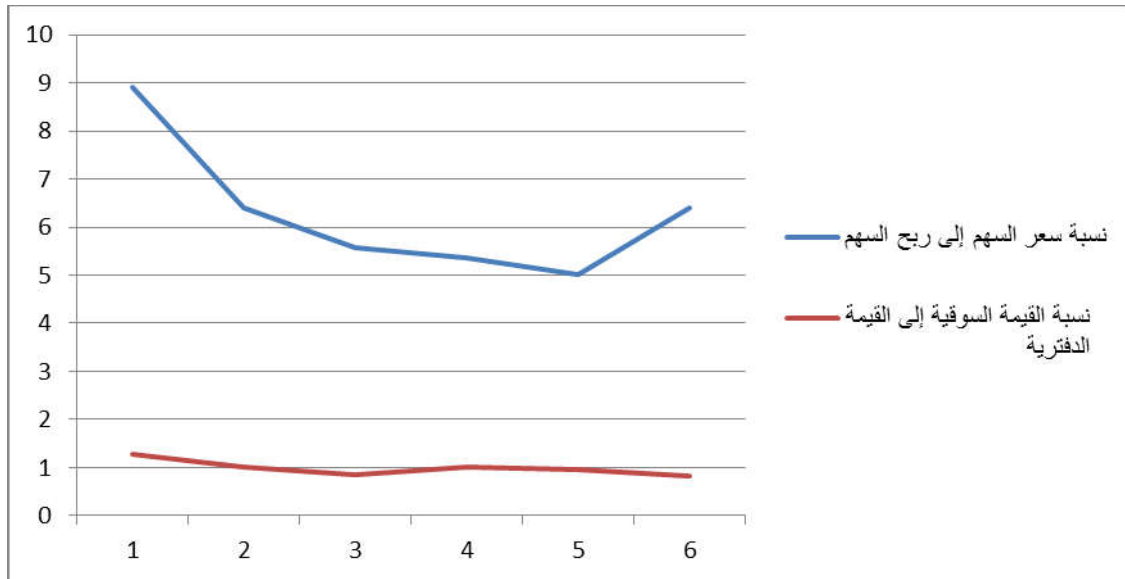
البيان	2015	2016	2017	2018	2019	2020
نسبة سعر السهم إلى ربح السهم	8.9	6.39	5.57	5.35	5.02	6.4
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	1.28	1.01	0.85	1	0.96	0.82
تطور القيمة السوقية	556.67	465	415	426.69	417.58	331.92

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجداول رقم (13-16-17)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (18) ما يلي:

نسبة سعر السهم إلى ربح السهم كانت في انخفاض كبير خلال معظم سنوات الدراسة إذ كانت 28.20% خلال سنة 2016 وانخفضت إلى 6.16% خلال سنة 2019 ولكنها سجلت ارتفاع كبير بنسبة 27.49% خلال سنة 2020، أما نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية سجلت انخفاض خلال سنتي 2016 و 2017 بنسبة 21.09% و 15.84% على التوالي لتسجل ارتفاع ملحوظ خلال سنة 2018 بنسبة 17.64% لكنها تعود إلى الانخفاض مرة أخرى بنسبة 4% و 14.58% خلال سنتي 2019 و 2020 وهذا الانخفاض يعود إلى تراجع القيم السوقية، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (08):

الشكل رقم (08): تطور أداء سهم شركة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2015-2020



القيمة السوقية سجلت انخفاض من خلال سنتي 2016 و 2017 بنسبة 16.46% و 10.75% على التوالي، أما خلال سنة 2018 فنلاحظ ارتفاع طفيف قدر بنسبة 2.81% لكن سرعان ما عادت إلى الانخفاض

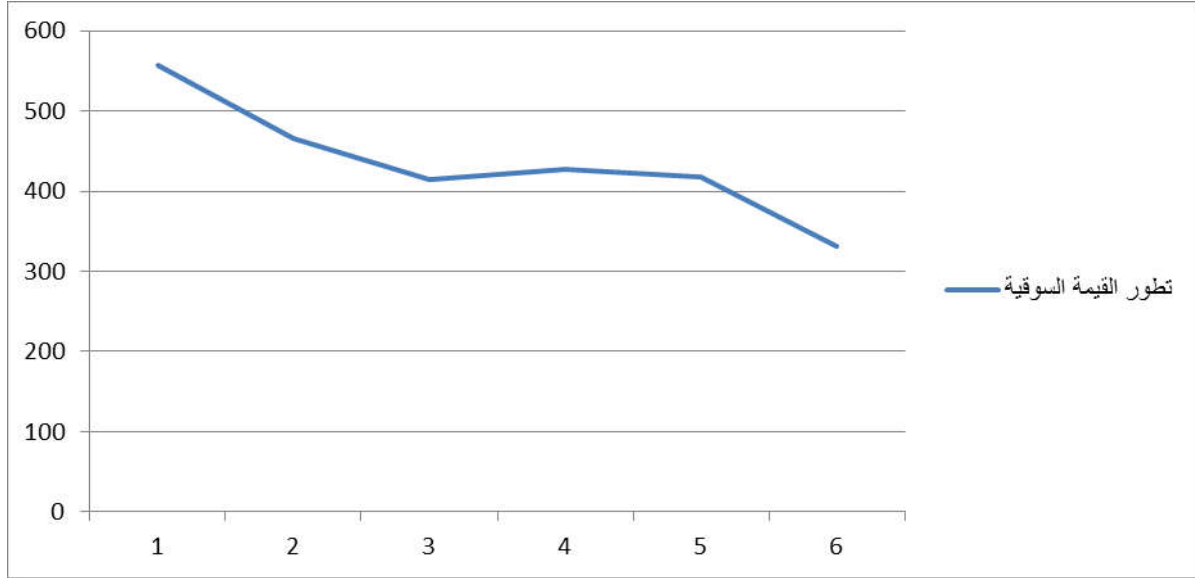


## الفصل الثالث..... دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة حالة شركة أليانس

### للتأمينات الجزائرية خلال الفترة 2015-2020

مرة أخرى خلال سنتي 2019 و 2020 بنسبة 2.13% و 20.51% على التوالي، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (09)

الشكل رقم (09): تطور القيمة السوقية لسهم شركة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2015-2020



### خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل قمنا بدراسة ميدانية لشركة أليانس للتأمينات الجزائرية حيث طبقنا إلى ما تعرضنا إليه في الفصلين النظريين السابقين، حيث قمنا بتحليل ودراسة الوضعية المالية للشركة وذلك بالاعتماد على الوثائق والمعلومات المقدمة.

على أساس هذه الدراسة قمنا بإعداد الميزانية المالية المختصرة، كما طبقنا بعض أدوات التحليل المالي المتمثلة في مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية، حيث من خلال النتائج التي توصلنا إليها يمكن القول أن الشركة مستقلة ماليا في اتخاذ قراراتها، كما أنها تمتلك مسيرين ذو كفاءة عالية في إدارة رقم أعمالها والتحكم في تكاليفها، وهنا تظهر أهمية تطبيق أدوات التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم إذ أن استخدامها لأدوات التحليل المالي يساعدها في اتخاذ القرارات رشيدة مبنية على دراسة صحيحة.

الخاتمة

من خلال دراستنا لموضوع "دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم"، فقد تعرفنا على التحليل المالي والذي يعتبر من أهم الأساليب والأدوات التي تعالج البيانات المالية لتقييم وضع المؤسسة وإصدار حكم على أدائها ومساعدة المستثمرين على اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة، حيث ركزنا على تحليل القوائم المالية باستخدام بعض أدوات التحليل المالي والمتمثلة في مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية، ووضحنا أهميتها ودورها في التنبؤ بأسعار الأسهم، وتحديد جوانب الموضوع المختلفة، تم تدعيم الجانب النظري بدراسة تطبيقية لشركة "أليانس للتأمينات الجزائرية"، وهذا بغرض أخذ متغيرات الدراسة بعين الاعتبار.

من النتائج النظرية والتطبيقية وتقديم مجموعة من الاقتراحات يمكن ايجازها فيما يلي:

#### -نتائج الدراسة:

##### • نتائج الدراسة النظرية:

- ✓ يعتبر التحليل المالي للقوائم المالية أحد أبرز الأدوات التي تساعد في عملية تقييم الوضعية المالية للمؤسسة؛
- ✓ تعتبر النسب المالية وخاصة نسب السوق من أهم الأدوات المستخدمة في التنبؤ بأسعار الأسهم؛
- ✓ كفاءة تسعير الأسهم تعتمد على كفاءة المعلومات المالية المتداولة في السوق المالي؛
- ✓ توجد العديد من النماذج يعتمد عليها المستثمرون في التنبؤ بأسعار الأسهم.

##### • نتائج الدراسة التطبيقية:

- من خلال قيامنا بتحليل الوضعية المالية لشركة أليانس للتأمينات خلال فترة الدراسة واعتمادا على القوائم المالية المعدة على أساس الاستحقاق وهما الميزانية وحساب النتائج توصلنا إلى ما يلي:
- ✓ شروط التوازن محققة، أي أن رأس المال العامل موجب وأكبر من احتياجات رأس المال العامل وبالتالي تحقيق خزينة صافية؛
- ✓ تتمتع الشركة باستقلالية مالية نظرا لاعتمادها على رؤوس الأموال الخاصة في تعاملاتها والذي تشكل الجزء الأكبر من مواردها على عكس الديون طويلة الأجل والتي تشكل نسبة ضئيلة؛
- ✓ معدل العائد على الاستثمار يعكس فعالية المؤسسة في إدارة أصولها؛
- ✓ المردودية التجارية تعكس قدرة المؤسسة على التحكم في تكاليفها؛
- ✓ تراجع القيمة السوقية لشركة أليانس؛
- ✓ دراسة نسب السوق تساعد المستثمرين في تقييم أسهمهم في الشركة وما تحقق لهم من عوائد.

### -الاقتراحات:

على ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج يمكن طرح بعض الاقتراحات التي من شأنها أن تنعكس إيجاباً على المؤسسة محل الدراسة وذلك فيما يلي:

- يجب على الشركة استغلال الفائض الموجود في الخزينة؛
- إعادة النظر في هيكلها المالي حيث لوحظ أنها تعتمد بشكل كبير على الأموال الخاصة على حساب الديون طويلة الأجل التي تتميز بانخفاض تكلفتها مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة؛
- ضرورة الاعتماد على التحليل المالي في المؤسسة، باعتباره إجراء تسييري يجب القيام به بصفة مستمرة من أجل معرفة الوضعية المالية للمؤسسة؛
- الحرص على تحقيق تغير موجب في احتياجات رأس المال العامل.

## قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ-الكتب:

1. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية أسس علمية تطبيقية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
2. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
3. إسماعيل كراجي، اقتصاد المؤسسة، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.
4. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دروس وتطبيقات، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
5. جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللوح، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2007.
6. حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، ط1، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
7. حمزة محمد زيبيدي، التحليل المالي: تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة وراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
8. خميس شيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، 2010.
9. دريد كامل آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.
10. دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
11. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية أسس علمية تطبيقية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، مصر، 2007.
12. سعيد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى بالمنصورة، الإسكندرية، 2001.
13. سهيل مقابلة، كيف تستثمر في سوق الأسهم، ط1، دار الولاية للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
14. الشريف عليان وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
15. شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقاً للمعايير الدولية للإبلاغ المالي، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
16. شقيري نوري موسى، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.
17. شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2019.
18. طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، دار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2006.
19. طاهر لطرش، تقنيات البنوك، ط7، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.

20. عاطف وليم اندرواس، أسواق الأوراق المالية، ط1، دار الفكر الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008.
21. عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة المالية (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، ط2، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
22. عبد الستار مصطفى الصياح، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2003.
23. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
24. عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
25. عدنان تايه النعيمي، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
26. غازي فلاح مومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، ط3، دار إثراء للنشر والتوزيع، السعودية، 2013.
27. فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك "مدخل كمي واستراتيجي معاصر"، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2000.
28. فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، ط1، دار الكاتب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
29. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2008.
30. محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء3، ط1،
31. محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 2008.
32. محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، ط2، دار المريخ للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2009.
33. محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2003.
34. محمد عبد الخالق، الإدارة المالية المصرفية، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
35. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة للتحليل المالي والائتماني (الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية)، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2003.
36. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
37. مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط2، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.



38. مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
39. مليكة زغيب، ميلود بوشنيقر، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
40. منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي (مدخل صناعة القرارات)، ط3، دار وائل للنشر، عمان، 2008.
41. منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، ط2، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
42. مؤيد عبد الرحمان الدوري، نور الدين أديب أبو زناد، التحليل المالي باستخدام الحاسوب، ط2، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
43. وليد إسماعيل السيفو وآخرون، مشاكل الاقتصاد القياسي والتحليلي، ط1، دار الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
44. وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة للتحليل المالي، منهج علمي متكامل، ط1، دار وراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.

ب-المجلات:

1. إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 17، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، الخرطوم، 2016.
2. زهرة حسن العامري، علي خلف الركابي، أهمية النسب المالية في تقويم الأداء-دراسة ميدانية في شركة المشاريع النفطية-، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 63، 2007.
3. صابر تاج السر محمد، عاصم تجاني إبراهيم، استخدام التحليل المالي لقياس الكفاءة المالية والإدارية لشركات قطاع الاسمنت بالمملكة العربية السعودية-دراسة حالة مقارنة لشركة إسمنت المنطقة الصناعية الجنوبية وشركة إسمنت الجنوب-أماراباك، المجلة الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، العدد 21، المجلد 7، السعودية، 2016.
4. علي بن الضب، محمد بن بوزيان، الكفاءة المعلوماتية لأسواق المالية ونموذج Gapch-دراسة حالة سوق عمان المالي خلال الفترة 2007-2010، المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، العدد 1، المجلد 1، الجزائر،
5. عماد عبد الحسين دلول، تقييم الأسهم العادية وتشكيل محافظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام (نموذج التأكد العادل)-دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية-، مجلة الإدارة والاقتصاد المستتصرية، العراق، العدد 81، 2010.
6. نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة الدراسات العدد الاقتصادية، المجلد 15، العدد 02 جوان، الجزائر، 2018.

ج-المذكرات:

1. بلال معوج، دور التحليل المالي بالموشرات المالية في تقييم الأداء المالي المحاسبي-دراسة حالة مؤسسة "NCAROUIBA"، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر، 2011-2012.
2. بهاء غازي عرنوق، أثر عوامل فاماوفرنش في التنبؤ بعوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة (دراسة تطبيقية)، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، جامعة دمشق، سوريا.
3. جلييلة بن خروف، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة في اتخاذ القرارات-دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنجاز القنوات 2005-2008 "KANAJHAZ"، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2008-2009.
4. حليلة خليل الجرجاوي، دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم-دراسة تطبيقية على المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 1429هـ-2008.
5. حليلة فلاح، دور قطاع التأمين في تفعيل التنمية الاقتصادية-دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية-رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، جامعة الجليلي بونعامة خميس مليانة، الجزائر، 2016-2017.
6. حمزة شباح، تطبيق مبدأ التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة مؤسسة الخزف الصحي-بالميلية-جيجل، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر، 2013-2014.
7. خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية-دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بينالفترة 2005-2009، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2011-2012.
8. رياض زلاسي، إسهامات حوكمة المؤسسات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص محاسبة وجباية، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011-2012.
9. سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2006-2007.
10. سعاد جغام، مسعودة بوقرة، دور التحليل المالي بالموشرات المالية في تقييم الأداء المالي لمؤسسة اقتصادية-دراسة حالة تعاونية الحبوب والخضر الجافة بالمسيلة (2014-2016)، مذكرة لنيل شهادة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف مسيلة، الجزائر، 2017-2018.

11. سفيان ينبوع، استثمار الفوائض المالية لشركات التأمين في بورصة الجزائر-دراسة حالة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية خلال فترة 2011-2013، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2014-2015.
12. سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف 1، الجزائر، 2017-2018.
13. عمار مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء -دراسة حالة شركة الاسمنت السعودية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010-2011.
14. فاتح لقوفي، استخدام نماذج ARCH في دراسة تقلبات أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات في السوق المالي السعودي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2018-2019.
15. فؤاد عبد الحميد النواجحة، قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2014.
16. محمد سامي لزعر، التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المالي المحاسبي-دراسة حالة مؤسسة صيدال الأم، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011-2012.
17. نبيل آيت حداد، أثر المعلومات على تطور الأسواق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.
18. اليمين سعادة، استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشي قراراتها-دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة أجهزة القياس والمراقبة-العلمة، سطيف، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2008-2009.

#### د-المحاضرات والمطبوعات

1. فاطمة ساجي، مطبوعة في مقياس التحليل المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص إدارة مالية ومالية التأمينات والبنوك، جامعة ابن خلدون تيارت، الجزائر، 2016-2017.
2. محمد مداحي، محاضرات في الأسواق المالية، جامعة آكلي محمد أو لحاج البويرة، الجزائر، 2017-2018.

3. نجار حياة، محاضرات في التحليل المالي في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر، 2016-2017.
4. نعمان محمول، محاضرات في تسيير محفظة الأوراق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر، 2020-2021.

### المراجع باللغة الأجنبية

1. Alliance Assurance, notice d'information .
2. Communiqué de presse Résultats Semestriel, 2018, (Digitalisation, Croissances et Efficience), cgérag, 30 septembre 2018.
3. EloryDimson, Massoud Mussavian, "ABmiefHistory of MarketEfficiency", WP Published in EuropeanFinancier Management, london Business schools, vol 4, N°1(Mrch 1998).
4. Fama E, French k, "A Five Factor AssetPricing Model", Journal of FinancierEconomics, vol 116, N°2, 2015.
5. Jean barreau, Jacqueline Delahaye, gestion financière manuelle et applications, 7eme édition dunod, paris, 1998.
6. Rapport Intemédiaire, 1 er semestre 2018.
7. Rapport Intérimaire « COMPAGNIE ALLACE ASSURANCEE P .A » premier semestre, 2011.
8. Rebert papin, l'art de diniger, 2éme édition, dunod, paris, 2002.
9. Revue de presse, Alliance Assurances, 2009.

### المواقع الإلكترونية

<http://WWW.echorouk online. Com/ara/economie/ 63308.Htm/>.

الملاحق

2 + 1 ش.م.م

## BILAN AU 31 DECEMBRE 2015

ACTIF				PASSIF					
DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	MONTANTS BRUTS	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	Montants net (h)	Montants net (h-1)	DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	Montants net (h)	Montants net (h-1)
<b>ACTIF NON COURANT</b>						<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
- Fonds d'inscription - Goodwill positif ou négatif						- Capital souscrit	P 1	2 205 714 180,00	2 205 714 180,00
- Immobilisations incorporelles	A 1	171 055 523,01	0,00	104 450 215,77	134 879 642,55	- Capital non appelé	P 2	0,00	0,00
<b>Immobilisations corporelles</b>						- Primes et réserves (Réserve consolidée 1)	P 2	141 214 902,44	105 677 916,53
- Terrains	A 2	302 943 100,00	0,00	302 943 100,00	79 943 100,00	- Ecart de réévaluation	P 3	0,00	0,00
- Bâtimens	A 3	685 319 708,86	78 546 691,06	606 773 017,80	620 479 411,97	- Résultat net (Résultat net part du groupe 1)	P 4	363 021 294,57	355 369 919,28
- Autres immobilisations corporelles	A 4	629 329 999,83	327 089 400,73	302 240 599,10	222 210 517,96				
- Immobilisations en concession		55 958 400,00	0,00	55 958 400,00	5 100 416,13				
- Immobilisations en cours	A 5	6 391 188,50	0,00	6 391 188,50	0,00				
<b>Immobilisations financières</b>									
- Titres mis en équivalence	A 6	0,00	0,00	0,00	0,00				
- Autres participations et créances rattachées	A 7	157 842 765,68	0,00	157 842 765,68	106 074 488,48				
- Autres titres immobilisés	A 8	1 250 000 000,00	0,00	1 250 000 000,00	1 577 000 000,00				
- Parts et autres actifs financiers non courants	A 9	10 682 881,08	0,00	10 682 881,08	11 021 981,42				
- Impôts différés actif	A 10	0,00	0,00	0,00	0,00				
- Autres charges et produits différés		0,00	0,00	0,00	0,00				
- Fonds ou valeurs déposés chez les éditeurs		0,00	0,00	0,00	0,00				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>3 269 523 968,96</b>	<b>472 241 401,09</b>	<b>2 797 281 567,87</b>	<b>2 752 659 558,51</b>	<b>PASSIF NON COURANT</b>			
<b>ACTIF COURANT</b>						<b>TOTAL I PASSIF COURANT</b>			
- Provisions techniques d'assurances	A 11	0,00	0,00	0,00	0,00	- Fonds ou valeurs retirés des assureurs	P 8	375 069 006,64	422 106 103,59
- Part de la coassurance éditée		222 583 817,95	0,00	222 583 817,95	488 058 117,61				
<b>Créances et emploi assimilés</b>						<b>TOTAL II PASSIF COURANT</b>			
- Créances financières et comptes rattachés	A 12	21 845 849,56	0,00	21 845 849,56	39 400 870,80	- Provisions techniques d'assurances	P 9	2 151 956 921,39	2 559 879 041,78
- Assurés, intermédiaires d'assurance et comptes rattachés	A 13	2 291 698 595,26	97 582 425,37	2 194 116 169,89	2 102 040 689,59	- Acceptations	P 10	257 244 990,36	228 437 994,94
- Autres débiteurs	A 14	195 368 254,79	0,00	195 368 254,79	212 690 532,74	- Dettes et ressources rattachées	P 11	289 494 607,38	258 887 753,88
- Impôts et assimilés	A 15	96 239 459,26	0,00	96 239 459,26	180 321 181,79	- Créances, cédants et comptes rattachés	P 12	597 194 054,27	633 834 926,15
- Autres créances et emplois assimilés		0,00	0,00	0,00	0,00	- Assurés et intermédiaires d'assurance	P 13	455 032 633,29	275 875 955,48
<b>Disponibilités et assimilés</b>	A 16	910 000 000,00	0,00	910 000 000,00	1 024 000 000,00	- Autres dettes	P 14	0,00	0,00
- Placement et autres actifs financiers courants	A 17	712 650 755,78	0,00	712 650 755,78	586 248 502,59	- Trésorerie passif		0,00	0,00
- Trésorerie									
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>4 500 386 732,89</b>	<b>97 582 425,37</b>	<b>4 402 804 307,52</b>	<b>4 602 879 845,06</b>	<b>TOTAL III PASSIF COURANT</b>		<b>3 710 923 124,70</b>	<b>3 954 915 619,64</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>7 769 909 701,85</b>	<b>569 823 826,40</b>	<b>7 200 085 875,45</b>	<b>7 359 539 403,56</b>	<b>TOTAL GENERAL PASSIF ASSURANCES + FINANCES + COMPTABILITE</b>		<b>7 200 085 875,45</b>	<b>7 359 539 403,56</b>
<b>DIFFERENCE</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>			<b>0,00</b>	<b>0,00</b>



**COMPTE DE RESULTATS AU 31 DECEMBRE 2015**

RUBRIQUES	NOTES	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - N-		TOUTES GARANTIES CONFONDUES - (N - 1)	
Primes émises sur opérations directes	T 1		4 431 359 330,94		4 427 170 545,21
Primes émises reportées	T 2	5 167 551,44		46 412 437,31	
Prestations sur opérations directes	T 3	1 661 332 293,49		2 127 265 835,82	
<b>Total</b>		<b>1 666 499 844,93</b>	<b>4 431 359 330,94</b>	<b>1 175 678 273,13</b>	<b>4 427 170 545,21</b>
<b>I - Marge sur opérations directes</b>			<b>2 764 859 486,01</b>		<b>2 251 452 272,08</b>
Primes acceptées	T 4	0,00	0,00	0,00	0,00
Primes acceptées reportées	T 5	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestations sur acceptations	T 6	0,00	0,00	0,00	0,00
Commissions versées sur acceptations	T 7	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>II - Marge sur opérations directes</b>			<b>0,00</b>		<b>0,00</b>
Primes cédées	T 8	590 741 562,03		582 485 895,46	
Primes cédées reportées	T 9	11 890 760,22		11 361 505,24	
Prestations sur cessions	T 10	44 507 710,37			47 348 633,46
Commissions reçues sur cessions	T 11		147 510 687,40	0,00	155 268 932,51
<b>Total</b>		<b>647 140 032,62</b>	<b>147 510 687,40</b>	<b>593 847 400,70</b>	<b>202 617 565,97</b>
<b>III - Marge sur cessions</b>		<b>499 629 345,21</b>		<b>391 229 834,74</b>	
Primes rétrocédées	T 12	0,00	0,00	0,00	0,00
Primes rétrocédées reportées	T 13	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestations sur rétrocessions	T 14	0,00	0,00	0,00	0,00
Commissions reçues sur rétrocessions	T 15	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>IV - Marge sur rétrocessions</b>		<b>0,00</b>		<b>0,00</b>	
Subventions d'exploitation d'assurance	T 16	0,00		0,00	
<b>V - Marge d'assurance nette</b>			<b>2 265 230 140,80</b>		<b>1 860 262 437,34</b>
Services extérieurs & autres consommations	T 17	904 806 146,79		852 001 372,12	
Charges de personnel	T 18	705 891 715,31		652 243 530,49	
Impôts, taxes et versements assimilés	T 19	108 794 750,85		96 185 516,66	
Production immobilisée	T 20	0,00			
Autres produits opérationnels	T 21	0,00	4 073 414,23		15 807 364,09
Autres charges opérationnelles	T 22	17 802 042,42		17 175 357,67	
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	T 23		229 775 991,17		485 413 082,50
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	T 24	326 927 984,48		353 312 869,90	
<b>Total</b>		<b>2 144 022 639,85</b>	<b>233 849 405,40</b>	<b>1 130 919 646,84</b>	<b>501 220 446,59</b>
<b>VI - Résultat technique opérationnel</b>			<b>355 056 906,35</b>		<b>380 563 237,09</b>
Produits financiers	T 25		103 678 401,85		65 720 646,45
Charges financières	T 26	14 324 996,13		14 225 138,15	
<b>VII - Résultat financier</b>			<b>89 353 405,72</b>		<b>51 495 508,30</b>
<b>VIII - Résultat ordinaire avant impôts (VI + VII)</b>			<b>444 410 312,07</b>		<b>432 058 745,39</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	T 27	82 146 415,00		77 247 859,00	
Impôts différés (Variations) sur résultat ordinaire	T 28				
<b>TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES</b>			<b>4 916 397 825,59</b>		<b>5 196 719 204,22</b>
<b>TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES</b>		<b>4 554 133 928,53</b>		<b>4 141 916 317,83</b>	<b>0,00</b>
<b>VIII - Résultat net des activités ordinaires</b>			<b>362 263 897,07</b>		<b>354 810 886,39</b>
Eléments extraordinaires (Produits) à préciser	T 29		890 445,88		718 450,74
Eléments extraordinaires (Charges) à préciser	T 30	133 058,37		159 417,85	
<b>X - Résultat extraordinaire</b>			<b>757 387,51</b>		<b>559 032,89</b>
<b>XI - Résultat net de l'exercice</b>			<b>369 021 284,57</b>		<b>355 369 919,28</b>
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)					
<b>XII - Résultat net de l'ensemble consolidé (1)</b>					
- Dont part des minoritaires (1)					
- Part du groupe (1)					





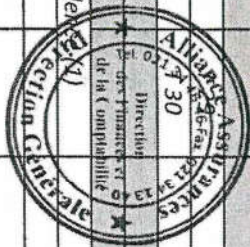


## COMPTE DE RESULTATS AU 31/12/2016 DEFINITIF



RUBRIQUES	NOTES	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - N-	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - (N - 1)
Primes émises sur opérations directes	T 1	0,00	4 431 359 330,94
Primes émises reportées	T 2	42 061 681,44	5 167 551,44
Prestations sur opérations directes	T 3	1 852 605 944,36	1 661 332 293,49
<b>Total</b>		<b>1 894 667 625,80</b>	<b>1 666 499 844,93</b>
<b>I - Marge sur opérations directes</b>		<b>2 670 016 084,59</b>	<b>2 764 859 486,01</b>
Primes acceptées	T 4	0,00	0,00
Primes acceptées reportées	T 5	0,00	0,00
Prestations sur acceptations	T 6	0,00	0,00
Commissions versées sur acceptations	T 7	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>II - Marge sur opérations directes</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Primes cédées	T 8	911 553 392,52	590 741 562,03
Primes cédées reportées	T 9	0,00	11 890 760,22
Prestations sur cessions	T 10	0,00	44 507 710,37
Commissions reçues sur cessions	T 11	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>911 553 392,52</b>	<b>647 140 032,62</b>
<b>III - Marge sur cessions</b>		<b>391 369 494,74</b>	<b>499 629 345,22</b>
Primes rétrocédées	T 12	0,00	0,00
Primes rétrocédées reportées	T 13	0,00	0,00
Prestations sur rétrocessions	T 14	0,00	0,00
Commissions reçues sur rétrocessions	T 15	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>IV - Marge sur rétrocessions</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Subventions d'exploitation d'assurance	T 16	0,00	0,00
<b>V - Marge d'assurance nette</b>		<b>2 278 646 589,85</b>	<b>2 265 230 140,79</b>
Services extérieurs & autres consommations	T 17	950 485 442,43	984 606 146,79
Charges de personnel	T 18	693 579 678,26	705 891 715,31

Impôts, taxes et versements assimilés	T 19	104 478 108,68			108 794 750,85		
Production immobilisée	T 20	0,00			0,00		
Autres produits opérationnels	T 21		14 007 692,76		0,00		4 073 414,23
Autres charges opérationnelles	T 22	49 654 252,71			17 802 042,42		
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	T 23		136 832 375,70		0,00		229 775 991,17
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	T 24	239 112 170,78			326 927 984,48		
<b>Total</b>		<b>2 057 309 652,86</b>		<b>150 840 068,46</b>	<b>2 144 022 639,85</b>		<b>233 849 405,40</b>
<b>VI - Resultat technique opérationnel</b>				<b>372 177 005,45</b>	<b>1 910 173 234,45</b>		<b>355 056 906,35</b>
Produits financiers	T 25			143 789 784,16			103 678 401,85
Charges financières	T 26	1 775 257,85			14 324 996,13		
<b>VII - Resultat financier</b>				<b>142 014 526,31</b>			<b>89 353 405,72</b>
<b>VIII - Resultat ordinaire avant impôts (VI + VII)</b>				<b>514 191 531,76</b>	<b>1 820 819 828,73</b>		<b>444 410 312,07</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	T 27	93 099 013,00		0,00	82 146 415,00		0,00
Impôts différés (Variations) sur résultat ordinaire	T 28			0,00			0,00
<b>TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES</b>				<b>5 379 497 460,79</b>			<b>4 916 397 825,59</b>
<b>TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES</b>		<b>4 958 404 942,03</b>			<b>4 554 133 928,53</b>		<b>0,00</b>
<b>VIII - Resultat net des activités ordinaires</b>				<b>421 092 518,77</b>			<b>362 263 897,06</b>
Eléments extraordinaires (Produits) à préciser		0,00		866 466,49	0,00		890 445,88
Eléments extraordinaires (Charges) à préciser	T 30	27 307,17		0,00	133 058,37		0,00
<b>X - Resultat extraordinaire</b>				<b>839 159,32</b>			<b>757 387,51</b>
<b>XI - Resultat net de l'exercice</b>				<b>421 931 678,07</b>			<b>363 021 284,58</b>
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence							
<b>XII - Resultat net de l'ensemble consolidé (1)</b>							
- Dont part des minoritaires (1)							
- Part du groupe (1)							

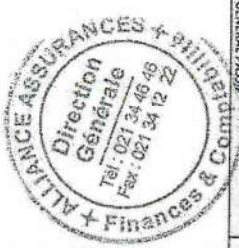


8 + 7 (جدا)

MATRICULE FISCAL : 000 516 097 144 217

**BILAN AU 31 DECEMBRE 2017 DEFINITIF**

ACTIF					PASSIF								
DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	AMOUNTANTS BRUTS	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	Montants net	(n)	Amortissements net	(n-1)	DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	Montants net	(n)	Montants net	(n-1)
<b>ACTIF NON COURANT</b>													
- Excédent de réévaluation - Goodwill positif ou négatif	A 1	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	<b>CAPITAUX PROPRES</b>					
- Immobilisations incorporelles	A 1	178 556 264,00	110 433 632,21	68 122 631,79	78 165 325,57	0,00	0,00	- Capital émis	P 1	2 205 714 180,00	0,00	2 205 714 180,00	0,00
- Immobilisations corporelles	A 2	497 943 100,00	102 862 412,17	395 080 687,83	497 943 100,00	0,00	0,00	- Primes et réserves (Reserves consolidées 1)	P 2	219 710 304,70	0,00	277 517 036,90	0,00
- Bâtiments	A 3	695 955 705,86	132 233 672,46	563 722 033,40	591 056 623,62	0,00	0,00	- Excédent de réévaluation		0,00	0,00	0,00	0,00
- Autres immobilisations corporelles	A 4	814 813 134,41	432 533 672,46	382 279 461,95	314 726 493,85	0,00	0,00	- Révaluation net (Résultat net (part du groupe 1)	P 3	432 140 891,95	0,00	421 911 678,07	0,00
- Immobilisations en cours	A 5	55 958 400,00	0,00	55 958 400,00	55 958 400,00	0,00	0,00	- Autres capitaux propres - Report à nouveau	P 4	383 852 240,19	0,00	280 316 275,12	0,00
- Immobilisations financières		90 479 820,99	0,00	90 479 820,99	14 427 896,50	0,00	0,00	<b>Part de la société consolidante 1</b>					
- Titres mis en disponibilité		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	<b>Part des minoritaires 1</b>					
- Autres participations et créances rattachées	A 6	394 097 582,68	0,00	394 097 582,68	279 417 282,88	0,00	0,00	<b>TOTAL I</b>					
- Autres titres immobilisés	A 7	1 230 000 000,00	0,00	1 230 000 000,00	1 640 000 000,00	0,00	0,00	<b>PASSIF NON COURANT</b>					
- Prêts et autres actifs financiers non courants	A 8	10 827 541,89	0,00	10 827 541,89	9 615 694,31	0,00	0,00	- Emprunts et dettes financières	P 5	0,00	0,00	0,00	0,00
- Impôts différés actif	A 9	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	- Impôts (différés et provisionnels)	P 6	0,00	0,00	0,00	0,00
- Autres changes et produits différés	A 10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	- Autres dettes non courantes	P 7	319 880 719,16	0,00	258 526 741,01	0,00
- Fonds au valeur déposés chez les clients		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	- Provisions réglementées	P 8	347 443 550,27	0,00	543 385 450,12	0,00
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>3 808 051 548,92</b>	<b>645 848 746,84</b>	<b>3 162 202 802,08</b>	<b>3 486 421 116,53</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	- Provisions et produits comptabilisés d'avance		687 304 269,43	0,00	801 092 181,13	0,00
<b>ACTIF COURANT</b>													
- Provisions techniques d'assurances		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	<b>TOTAL II PASSIF COURANT</b>					
- Part de la réassurance cédée	A 11	441 848 622,14	0,00	441 848 622,14	440 877 003,21	0,00	0,00	<b>PASSIF COURANT</b>					
- Créances et emplois ordinaires	A 12	16 859 991,61	0,00	16 859 991,61	92 328 710,47	0,00	0,00	- Provisions techniques d'assurances	P 9	2 341 004 462,42	0,00	2 197 542 866,11	0,00
- Cessions/achats & cédants sélectifs	A 13	2 572 811 324,14	92 280 233,98	2 480 528 090,16	2 383 996 723,69	0,00	0,00	- Opérations directes		0,00	0,00	0,00	0,00
- Assurés/intermédiaires d'assurance et comptes clients	A 14	189 561 338,28	0,00	189 561 338,28	178 740 879,70	0,00	0,00	- Dettes et ressources rattachées	P 10	417 398 225,71	0,00	140 151 268,29	0,00
- Autres débiteurs	A 15	250 679 116,86	0,00	250 679 116,86	202 333 715,44	0,00	0,00	- Cessions/achats, cédants et comptes rattachés	P 11	354 459 231,59	0,00	352 685 982,97	0,00
- Impôts et assimilés		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	- Assurés et intermédiaires d'assurance	P 12	811 244 262,84	0,00	677 621 774,58	0,00
- Autres créances et emplois ordinaires		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	- Impôts	P 13	370 466 419,64	0,00	429 241 691,09	0,00
- Disponibilités et assimilés	A 16	850 000 000,00	0,00	850 000 000,00	410 000 000,00	0,00	0,00	- Autres dettes	P 14	0,00	0,00	0,00	0,00
- Recouvrements et autres actifs financiers courants	A 17	647 622 933,57	0,00	647 622 933,57	509 659 679,52	0,00	0,00	- Trésorerie passif		0,00	0,00	0,00	0,00
- Trésorerie		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	<b>TOTAL III PASSIF COURANT</b>					
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>4 972 383 519,55</b>	<b>92 290 735,98</b>	<b>4 880 092 783,57</b>	<b>4 198 177 268,31</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>TOTAL I</b>					
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>8 941 435 068,47</b>	<b>768 140 480,82</b>	<b>8 203 294 588,65</b>	<b>7 684 598 384,84</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>TOTAL II</b>					
<b>ETAT - R.L.S.</b>		<b>8 941 435 068,47</b>	<b>768 140 480,82</b>	<b>8 203 294 588,65</b>	<b>7 684 598 384,84</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>TOTAL III</b>					



Mr. Raouf LAHOUEL  
Directeur des Finances  
et de la Comptabilité

9 2-10-11

Matricule

Matricule Fiscal : 000 516 097 144 217  
Article Imposition : 16.23.214.102

COMPTES RÉSULTATS AUSE/12/2017

RUBRIQUES	NOTES	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - N -	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - (N - 1)
Primes émises sur opérations directes	T 1	0,00	4 802 292 226,59
Primes émises reportées	T 2	68 164 608,71	0,00
Primes émises sur opérations directes	T 3	2 135 239 352,46	42 051 681,44
<b>Total</b>		<b>2 203 403 961,17</b>	<b>1 852 605 944,36</b>
I - Marge sur opérations directes	T 4	0,00	4 802 292 226,59
Primes acceptées reportées	T 5	0,00	2 598 888 265,42
Primes acceptées sur acceptations	T 6	0,00	0,00
Commissions versées sur acceptations	T 7	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
II - Marge sur opérations directes	T 8	935 690 663,23	911 553 392,52
Primes cédées reportées	T 9	30 143 619,25	0,00
Prestations sur cessions	T 10	0,00	199 955 419,01
Commissions reçues sur cessions	T 11	0,00	214 716 221,01
<b>Total</b>		<b>974 834 482,48</b>	<b>414 672 640,02</b>
III - Marge sur cessions	T 12	560 162 841,47	391 368 484,74
Primes rattachées reportées	T 13	0,00	0,00
Prestations sur rattachements	T 14	0,00	0,00
Commissions reçues sur rattachements	T 15	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
IV - Marge sur rattachements	T 16	0,00	0,00
Subventions d'exploitation d'assurance	T 17	0,00	0,00
V - Marge d'assurance nette	T 18	803 074 475,20	950 485 442,43
Services extérieurs & autres consommations	T 19	659 591 921,85	693 579 678,26
Impôts, taxes et versements assimilés	T 20	105 298 656,66	104 478 108,68
Production immobilisée	T 21	0,00	0,00
Autres produits opérationnels	T 22	108 005 519,81	49 654 252,21
Autres charges opérationnelles	T 23	0,00	0,00
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	T 24	212 557 259,96	0,00
Localisations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	T 25	0,00	259 112 170,78
<b>Total</b>		<b>1 982 634 279,83</b>	<b>2 057 309 652,86</b>
VI - Résultat technique opérationnel	T 26	246 200 669,90	150 840 068,46
Produits financiers	T 27	302 291 814,02	372 177 005,45
Charges financières	T 28	225 693 008,91	143 789 784,16
VII - Résultat financier	T 29	219 777 929,47	142 014 526,31
VIII - Résultat ordinaire avant impôt (VI + VII)	T 30	522 068 743,49	514 992 518,76
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	T 31	90 077 813,00	0,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	T 32	0,00	0,00
<b>Total DES PRODUITS ORDINAIRES</b>		<b>5 256 860 649,92</b>	<b>5 379 497 460,79</b>
IX - Résultat net des activités ordinaires	T 33	0,00	64 209 198,52
Eléments extraordinaires (Produits) à préciser	T 34	120 830,82	421 092 518,76
Eléments extraordinaires (Charges) à préciser	T 35	0,00	866 466,49
X - Résultat extraordinaire	T 36	144 001,46	0,00
<b>Total</b>		<b>432 140 901,95</b>	<b>421 931 678,07</b>



M. BOU LAJOUJE  
Directeur Général  
Finances & Comptables

46 ٤٦٥٥١

**BILAN (ACTIF) 2018 VS 2017**

LIBELLE	2018			2017		
	BRUT 2018	AMO/PROV	NET 2018	BRUT 2017	AMO/PROV	NET 2017
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>						
<b>Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif</b>	0	0	0	0	0	0
<b>Immobilisations incorporelles</b>	212 202 852	152 417 853	59 785 000	178 956 264	120 433 652	58 522 612
<b>Immobilisations corporelles</b>						
Terrains	0	0	0	0	0	0
Bâtiments	595 161 100	0	595 161 100	497 943 100	0	497 943 100
Autres immobilisations corporelles	695 955 709	118 801 532	579 154 177	695 955 709	102 882 417	593 073 292
Autres immobilisations en concession	0	0	0	0	0	0
Immobilisations encours	877 295 764	506 511 511	370 784 253	814 833 131	422 533 677	392 299 454
<b>Immobilisations financières</b>	153 993 600	0	153 993 600	55 958 400	0	55 958 400
Titres mis en équivalence	215 167 741	0	215 167 741	90 479 821	0	90 479 821
Autres participations et créances rattachées	0	0	0	0	0	0
Autres titres immobilisés	420 172 423	0	420 172 423	394 097 583	0	394 097 583
Prêts et autres actifs financiers non courants	1 730 000 000	0	1 730 000 000	1 230 000 000	0	1 230 000 000
<b>Immôts différés actif</b>	9 660 283	0	9 660 283	10 827 542	0	10 827 542
<b>Fonds ou valeurs déposés auprès des cédants</b>	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>4 909 609 472</b>	<b>775 730 895</b>	<b>4 133 878 576</b>	<b>3 969 051 550</b>	<b>645 849 747</b>	<b>3 323 201 803</b>
<b>ACTIF COURANT</b>						
<b>Provisions techniques d'assurance:</b>						
Part de la coassurance cédée	0	0	0	0	0	0
Part de réassurance cédée	383 921 182	0	383 921 182	441 848 625	0	441 848 625
Créances et annués assimilés:						
Cessionnaires et cédants débiteurs	11 598 860	0	11 598 860	16 859 992	0	16 859 992
Assurés et intermédiaires d'assurance débiteurs	2 642 267 237	98 731 643	2 543 535 594	2 575 811 562	92 290 734	2 483 520 828
Autres débiteurs	196 021 019	0	196 021 019	188 826 918	0	188 826 918
Imôts et assimilés	9 116 328	0	9 116 328	250 679 117	0	250 679 117
Autres créances et emplois assimilés	5 289 978	0	5 289 978	734 420	0	734 420
Disponibilités et assimilés:						
Placements et autres actifs financiers courants	350 000 000	0	350 000 000	850 000 000	0	850 000 000
Trésorerie	817 055 982	0	817 055 982	647 622 934	0	647 622 934
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>4 415 270 596</b>	<b>98 731 643</b>	<b>4 316 538 943</b>	<b>4 972 383 568</b>	<b>92 290 734</b>	<b>4 880 092 834</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>9 324 880 068</b>	<b>874 462 538</b>	<b>8 450 417 630</b>	<b>8 941 435 118</b>	<b>738 140 481</b>	<b>8 203 294 637</b>



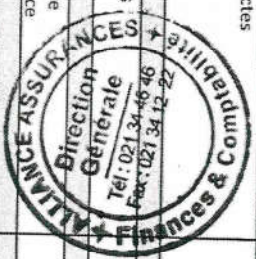
BILAN (PASSIF) 2018 VS 2017		
LIBELLE	2018	2017
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis	2 205 714 180	2 205 714 180
Capital non appelé	0	0
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	262 924 304	219 710 205
Ecart de réévaluation	0	0
Ecart d'équivalence (1)	0	0
<b>Résultat net - Résultat net du groupe (1)</b>	<b>462 355 811</b>	<b>432 140 992</b>
<b>Autres capitaux propres:</b>	<b>496 576 138</b>	<b>383 852 240</b>
* Report à nouveau (résultat des exercices antérieurs)	496 576 138	383 852 240
* Régularisations sur exercices antérieurs	0	0
Part de la société consolidante (1)	0	0
Part des minoritaires (1)	0	0
<b>TOTAL I</b>	<b>3 427 570 433</b>	<b>3 241 417 617</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières	0	0
Impôts (différés et provisionnés)	0	0
Autres dettes non courantes	0	0
Provisions réglementées	385 075 836	319 860 719
Provisions et produits constatés d'avance	0	0
<b>TOTAL II</b>	<b>385 075 836</b>	<b>319 860 719</b>
<b>PASSIFS COURANTS:</b>		
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs	332 017 388	347 443 550
<b>Provisions techniques d'assurance</b>		
- Opérations directes	2 281 985 167	2 341 004 462
- Acceptations	0	0
<b>Dettes et comptes rattachés</b>		
- Cessionnaires et Cédants créditeurs	375 662 276	417 398 226
- Assurés et intermédiaires d'assurance créditeurs	468 919 449	354 459 332
Impôts Crédit	621 032 552	811 244 300
Autres dettes	558 154 418	370 466 431
Trésorerie passif	0	0
<b>TOTAL III</b>	<b>637 771 252</b>	<b>4 642 016 301</b>



12 (٢٠١٧)

## COMPTE DE RESULTAT /NATURE (2018 VS 2017)

LIBELLE	2018		2017	
	Opérations Brutes 2018	Cessions et Retrocessions 2018	Opérations Nettes 2018	Opérations Brutes 2017
Primes émises sur opérations directes	5 002 372 639	-983 449 301	4 018 923 338	4 802 292 227
Primes Acceptées	0	0	0	0
Primes émises reportées	-20 580 180	37 236 893	16 656 713	-68 164 609
Primes acceptées reportées	0	0	0	0
<b>I-Primes acquises à l'exercice</b>	<b>4 981 792 459</b>	<b>-946 212 408</b>	<b>4 035 580 052</b>	<b>4 734 127 618</b>
Prestations sur opérations directes	-2 205 331 132	280 663 010	-1 924 668 122	-2 135 739 352
Prestations sur acceptations	0	0	0	0
<b>II-Prestations de l'exercice</b>	<b>-2 205 331 132</b>	<b>280 663 010</b>	<b>-1 924 668 122</b>	<b>-2 135 739 352</b>
Commissions reçues en réassurance	0	240 678 884	240 678 884	0
Commissions versées en réassurance	0	0	0	0
<b>III-Commissions de réassurance</b>	<b>0</b>	<b>240 678 884</b>	<b>240 678 884</b>	<b>0</b>
<b>IV-Subventions d'exploitation d'assurance</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>V-MARGE D'ASSURANCE NETTE</b>	<b>2 776 461 328</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>2 351 590 814</b>	<b>2 598 888 265</b>
Services extérieurs et autres consommations	-1 098 053 370	0	-1 098 053 370	-803 074 475
Charges de personnel	-677 864 260	0	-677 864 260	-659 591 922
Impôts, taxes et versements assimilés	-118 554 658	0	-118 554 658	-105 298 637
Production immobilisée	0	0	0	0
Autres produits opérationnels	8 682 716	0	8 682 716	33 643 410
Autres charges opérationnelles	-25 770 015	0	-25 770 015	-108 006 520
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	-229 863 052	0	-229 863 052	-210 271 911
Prov d'assurance (Prov Réglementées) & CAT/NAT	-73 759 874	0	-73 759 874	-96 390 815
Reprise sur pertes de valeur et provisions	186 544 928	0	186 544 928	212 557 260
<b>V-RESULTAT TECHNIQUE OPERATIONNEL</b>	<b>747 823 742</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>322 953 228</b>	<b>862 454 655</b>
Produits financiers	234 986 745	0	234 986 745	225 693 009
Charges financières	-4 185 158	0	-4 185 158	-5 915 079
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>	<b>230 801 587</b>	<b>0</b>	<b>230 801 587</b>	<b>219 777 929</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	978 625 329	-424 870 514	553 754 815	1 082 232 585
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	-91 516 760	0	-91 516 760	-90 072 813
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>5 412 006 848</b>	<b>-705 533 524</b>	<b>4 706 473 325</b>	<b>5 206 021 297</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-4 524 898 279</b>	<b>280 663 010</b>	<b>-4 244 235 270</b>	<b>-4 213 861 525</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>887 108 569</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>462 238 055</b>	<b>992 159 772</b>
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)	142 781	0	142 781	273 892
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-25 026	0	-25 026	-129 831
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>117 756</b>	<b>0</b>	<b>117 756</b>	<b>144 061</b>
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE (comptable)</b>	<b>887 226 525</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>462 355 811</b>	<b>992 303 833</b>
				<b>-560 162 841</b>
				<b>0</b>
				<b>432 140 992</b>



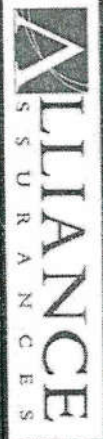
LIBELLE	2019			2018		
	BRUT 2019	AMO/PROV 2019	NET 2019	BRUT 2018	AMO/PROV 2018	NET 2018
<b>TIFS NON COURANTS</b>						
art d'acquisition-goodwill positif ou négatif	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
mobilisations incorporelles	212 202 852,27	168 093 975,64	44 108 876,63	199 873 649,32	138 564 524,57	61 309 124,75
<u>mobilisations corporelles</u>						
Trains	675 632 000,00	0,00	675 632 000,00	497 943 100,00	0,00	497 943 100,00
Immobilisations	1 532 834 351,84	132 129 875,17	1 400 704 476,67	695 955 708,86	109 841 974,26	586 113 734,60
meubles de placement	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
titres immobilisations corporelles	927 784 547,21	556 232 248,02	371 552 299,19	839 681 692,53	464 367 377,48	375 314 315,05
mobilisations en concession	153 993 600,00	0,00	153 993 600,00	153 993 600,00	0,00	153 993 600,00
mobilisations encours	86 430 282,33	0,00	86 430 282,33	254 479 820,99	0,00	254 479 820,99
<u>immobilisations financières</u>						
titres mis en équivalence	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
titres participations et créances rattachées	434 957 422,68	0,00	434 957 422,68	420 112 672,68	0,00	420 112 672,68
titres titres immobilisés	1 860 000 000,00	0,00	1 860 000 000,00	1 270 000 000,00	0,00	1 270 000 000,00
titres et autres actifs financiers non courants	258 846 660,81	0,00	258 846 660,81	12 959 591,88	0,00	12 959 591,88
impôts différés actif	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
titres ou valeurs déposés auprès des cédants	1 237 323,20	856 456 098,83	1 237 323,20	4 344 999 836,26	712 773 876,31	3 632 225 959,95
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>6 143 919 040,34</b>	<b>856 456 098,83</b>	<b>5 287 462 941,51</b>	<b>4 344 999 836,26</b>	<b>712 773 876,31</b>	<b>3 632 225 959,95</b>
<b>TIF COURANT</b>						
<u>provisions techniques d'assurance:</u>						
part de la coassurance cédée	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
part de réassurance cédée	353 057 561,27	353 057 561,27	353 057 561,27	366 971 326,52	366 971 326,52	366 971 326,52
<u>créances et emplois assimilés:</u>						
assureurs et cédants débiteurs	18 426 298,29	0,00	18 426 298,29	29 873 365,84	0,00	29 873 365,84
assureurs et intermédiaires d'assurance débiteurs	2 942 039 743,15	119 332 416,79	2 822 707 326,36	2 764 052 907,09	85 353 822,21	2 678 699 084,88
titres débiteurs	244 926 519,73	0,00	244 926 519,73	225 968 330,84	0,00	225 968 330,84
impôts et assimilés	57 502 977,12	6 225 830,82	57 502 977,12	310 978 426,87	310 978 426,87	310 978 426,87
titres créances et emplois assimilés	6 225 830,82	6 225 830,82	6 225 830,82	2 814 477,52	2 814 477,52	2 814 477,52
<u>disponibilités et assimilés:</u>						
acemements et autres actifs financiers courants	300 000 000,00	0,00	300 000 000,00	750 000 000,00	0,00	750 000 000,00
trésorerie	1 034 279 187,21	0,00	1 034 279 187,21	1 074 492 447,31	0,00	1 074 492 447,31
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>4 956 458 117,59</b>	<b>119 332 416,79</b>	<b>4 837 125 700,80</b>	<b>5 525 151 281,99</b>	<b>85 353 822,21</b>	<b>5 439 797 459,78</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>11 100 377 153,93</b>	<b>975 788 515,62</b>	<b>10 124 588 642,31</b>	<b>9 870 151 118,25</b>	<b>798 127 698,52</b>	<b>9 072 023 419,73</b>

A2 h2-AM



114  
البيان

ETAT GENERAL PASSIF 2019 VS 2018



LIBELLE	2019	2018
<b>PITAVUX PROPRES</b>		
Capital émis	2 205 714 180,00	2 205 714 180,00
Capital non appelé	0,00	0,00
Provisions et réserves - Réserves consolidées (1)	309 159 884,94	262 924 303,90
Part de réévaluation	763 834 910,98	0,00
Part d'équivalence (1)	0,00	0,00
<b>Resultat net</b>	<b>162 628 083,63</b>	<b>178 627 656,26</b>
Report à nouveau (résultat des exercices antérieurs)	636 493 372,91	496 576 138,14
Régularisations sur exercices antérieurs	0,00	0,00
Part de la société consolidante (1)	0,00	0,00
Part des minoritaires (1)	0,00	0,00
<b>TOTAL I</b>	<b>4 077 830 432,46</b>	<b>3 143 842 278,30</b>
<b>ASSIFS NON-COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières	0,00	0,00
Provisions (différées et provisionnées)	0,00	0,00
Autres dettes non courantes	0,00	0,00
Provisions réglementées	394 317 841,58	328 594 510,44
Provisions et produits constatés d'avance	0,00	0,00
<b>TOTAL II</b>	<b>394 317 841,58</b>	<b>328 594 510,44</b>
<b>ASSIFS COURANTS:</b>		
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs	457 609 889,04	289 738 883,06
Provisions techniques d'assurance	2 673 614 841,14	2 587 404 146,51
Opérations directes	1 237 323,20	0,00
Acceptations		
Dettes et comptes rattachés	497 574 246,98	637 764 108,88
Cessionnaires et Cédants créditeurs	524 834 617,58	425 994 663,07
Assurés et Intermédiaires d'assurance créditeurs	674 763 780,14	860 263 007,91
Provisions Crédit	822 805 670,19	798 421 821,56
Autres dettes	0,00	0,00
Provision Passif	5 652 440 366,27	5 599 586 630,99
<b>TOTAL III</b>	<b>10 124 588 642,31</b>	<b>9 072 023 419,73</b>
<b>ETAT GENERAL PASSIF (I+II+III)</b>		



NOTE DE RESULTAT /NATURE (S1-2019 VS S1-2018)

15/01/2019



LIBELLE	2019			2018		
	Opérations Brutes 2019	Cessions et Retrocessions 2019	Opérations Nettes 2019	Opérations Brutes 2018	Cessions et Retrocessions 2018	Opérations Nettes 2018
nes émises sur opérations directes	2 877 711 338,10	-657 460 984,97	2 220 250 353,13	2 794 334 356,80	-527 150 838,52	2 267 183 498,28
nes acceptées		8 310 585,21	8 310 585,21	0,00	0,00	0,00
nes émises reportées	-241 656 781,16	-160 042 837,00	401 699 618,16	-124 167 197,52	-119 219 228,96	-243 386 426,38
nes acceptées reportées		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>limes acquises à l'exercice</b>	<b>2 636 054 556,94</b>	<b>-809 193 236,76</b>	<b>1 826 861 320,18</b>	<b>2 610 167 159,28</b>	<b>-646 370 087,38</b>	<b>1 963 797 071,90</b>
stations sur opérations directes	-1 215 252 799,64	279 086 696,45	-936 166 103,19	-1 203 872 247,42	192 743 385,98	-1 011 128 851,44
stations sur acceptations		-1 292 706,81	-1 292 706,81	0,00	0,00	0,00
<b>restations de l'exercice</b>	<b>-1 215 252 799,64</b>	<b>277 793 989,64</b>	<b>-937 458 810,00</b>	<b>-1 203 872 247,42</b>	<b>192 743 385,98</b>	<b>-1 011 128 851,44</b>
missions reçues en réassurance	0,00	142 685 637,43	142 685 637,43	0,00	126 779 979,75	126 779 979,75
missions versées en réassurance		-1 909 878,58	-1 909 878,58	0,00	0,00	0,00
<b>Commissions de réassurance</b>	<b>0,00</b>	<b>140 775 758,85</b>	<b>140 775 758,85</b>	<b>0,00</b>	<b>126 779 979,75</b>	<b>126 779 979,75</b>
<b>MARGE D'ASSURANCE NETTE</b>	<b>1 420 801 757,30</b>	<b>-390 623 488,27</b>	<b>1 030 178 269,03</b>	<b>1 406 294 911,86</b>	<b>-326 846 711,65</b>	<b>1 079 448 200,21</b>
vices extérieurs et autres consommations	-528 262 903,01	0,00	-528 262 903,01	-583 178 657,02	0,00	-583 178 657,02
trages de personnel	-385 232 223,10	0,00	-385 232 223,10	-385 543 913,81	0,00	-385 543 913,81
ôts, taxes et versements assimilés	-57 758 900,51	0,00	-57 758 900,51	-55 294 339,09	0,00	-55 294 339,09
duction immobilisée	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
tres produits opérationnels	2 964 672,82	0,00	2 964 672,82	7 004 148,88	0,00	7 004 148,88
tres charges opérationnelles	-70 545 999,35	0,00	-70 545 999,35	-7 703 049,82	0,00	-7 703 049,82
taisons aux amortissements, provisions et pertes valeurs	-200 057 621,09	0,00	-200 057 621,09	-149 274 262,50	0,00	-149 274 262,50
iv d'assurance (Prov Règlementées ) & CATNAT	-9 242 006,00	0,00	-9 242 006,00	-8 733 791,28	0,00	-8 733 791,28
prise sur pertes de valeur et provisions	274 572 202,99	0,00	274 572 202,99	198 162 632,60	0,00	198 162 632,60
<b>RESULTAT TECHNIQUE OPERATIONNEL</b>	<b>447 238 980,05</b>	<b>-390 623 488,27</b>	<b>56 615 491,78</b>	<b>421 733 679,82</b>	<b>-326 846 711,65</b>	<b>94 886 968,17</b>
roduits financiers	142 670 442,21	0,00	142 670 442,21	116 453 064,68	0,00	116 453 064,68
arges financiers	-4 508 357,08	0,00	-4 508 357,08	-1 968 540,30	0,00	-1 968 540,30
arges financiers	138 162 085,13	0,00	138 162 085,13	114 484 524,38	0,00	114 484 524,38
<b>-RESULTAT FINANCIER</b>	<b>138 162 085,13</b>	<b>0,00</b>	<b>138 162 085,13</b>	<b>114 484 524,38</b>	<b>0,00</b>	<b>114 484 524,38</b>
<b>I-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+V)</b>	<b>585 401 065,18</b>	<b>-390 623 488,27</b>	<b>194 777 576,91</b>	<b>536 218 204,20</b>	<b>-326 846 711,65</b>	<b>209 371 492,55</b>
ipôts exigibles sur résultats ordinaires	-32 276 715,00	0,00	-32 276 715,00	-30 834 281,00	0,00	-30 834 281,00
ipôts différés ( Variations ) sur résultats ordinaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>ITAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>3 056 261 874,96</b>	<b>-668 417 477,91</b>	<b>2 387 844 397,05</b>	<b>2 931 787 005,44</b>	<b>-519 590 107,63</b>	<b>2 412 196 897,81</b>
<b>ITAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-2 503 137 524,78</b>	<b>277 793 989,64</b>	<b>-2 225 343 535,14</b>	<b>-2 426 403 082,24</b>	<b>192 743 385,98</b>	<b>-2 233 659 686,26</b>
<b>II-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>553 124 350,18</b>	<b>-390 623 488,27</b>	<b>162 500 861,91</b>	<b>505 383 923,20</b>	<b>-326 846 711,65</b>	<b>178 537 211,55</b>
éments extraordinaires (produits) (à préciser)	128 043,53		128 043,53	94 565,45		94 565,45
éments extraordinaires (charges) (à préciser)	-821,81		-821,81	-4 120,74		-4 120,74
<b>-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>127 221,72</b>	<b>0,00</b>	<b>127 221,72</b>	<b>90 444,71</b>	<b>0,00</b>	<b>90 444,71</b>
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE (comptable)</b>	<b>553 251 571,90</b>	<b>-390 623 488,27</b>	<b>162 628 083,63</b>	<b>595 473 367,91</b>	<b>-326 846 711,65</b>	<b>178 627 656,26</b>



السجل المحاسبي

LIBELLE	2 020		2 019	
	BRUT 2020	AMO/PROV 2020	BRUT 2019	AMO/PROV 2019
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Ecarts d'acquisition-goodwill positif ou négatif	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	233 714 572,92	189 948 964,17	226 348 922,53	183 770 098,69
Immobilisations corporelles				
Terrains	1 192 032 000,00	0,00	675 632 000,00	675 632 000,00
Bâtimens	1 765 469 401,84	180 053 531,14	1 532 834 351,84	1 385 376 133,15
Immobilisations de placement	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations corporelles	955 695 465,36	702 279 305,39	939 817 276,90	330 901 013,35
Immobilisations en concession	153 993 600,00	0,00	153 993 600,00	153 993 600,00
Immobilisations encours	353 541 970,87	0,00	185 959 554,07	185 959 554,07
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées	851 443 127,68	0,00	685 137 422,68	685 137 422,68
Autres titres immobilisés	2 070 000 000,00	0,00	1 840 000 000,00	1 840 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	10 511 389,33	0,00	10 243 435,50	10 243 435,50
Impôts différés actif	0,00	0,00	0,00	0,00
Fonds ou valeurs déposés auprès des cédants	3 721 405,92	3 721 405,92	1 322 709,53	1 322 709,53
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>7 590 122 933,92</b>	<b>1 072 281 800,70</b>	<b>6 517 841 133,22</b>	<b>940 144 580,93</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
Provisions techniques d'assurance:				
Part de la coassurance cédée	0,00	0,00	0,00	0,00
Part de réassurance cédée	458 634 040,17	0,00	458 634 040,17	321 768 326,37
Créances et emplois assimilés:				
Cessionnaires et cédants débiteurs	68 249 444,34	0,00	73 878 418,64	73 878 418,64
Assurés et intermédiaires d'assurance débiteurs	3 197 332 346,08	159 108 279,94	2 978 535 454,99	2 831 026 618,32
Autres débiteurs	449 066 531,19	0,00	229 035 646,21	229 035 646,21
Impôts et assimilés	20 326 168,10	0,00	131 435,22	131 435,22
Autres créances et emplois assimilés	1 712 420,25	0,00	1 439 955,95	1 439 955,95
Disponibilités et assimilés:				
Placements et autres actifs financiers courants	80 000 000,00	0,00	250 000 000,00	250 000 000,00
Trésorerie	1 019 431 917,03	0,00	896 935 269,31	896 935 269,31
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>5 294 752 867,16</b>	<b>199 108 279,94</b>	<b>5 095 644 587,22</b>	<b>4 746 724 506,69</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>12 884 875 801,08</b>	<b>1 271 390 080,64</b>	<b>11 613 485 720,44</b>	<b>10 998 013 779,74</b>

Mr. Raouf AL...  
 Directeur des...  
 ALLIANCE ASSURANCES  
 Direction Générale  
 Tel: 021 34...  
 Fax: 021 34...





18 5-10-11

COMPTÉ DE RÉSULTAT / NATURE (2019) (2019)	LIBELLE	2020		2019	
		Opérations brutes 2020	Opérations nettes 2020	Opérations brutes 2019	Opérations nettes 2019
Primes émises sur opérations directes		4 728 171 501,01	-1 007 854 818,27	3 720 316 682,74	5 202 063 703,39
Primes Acceptées			8 888 015,37	8 888 015,37	32 211 035,42
Primes émises reportées		10 865 108,95	-4 033 091,82	6 832 017,03	-35 985 119,67
Primes acceptées reportées			0,00	0,00	-585 793,06
I-Primes acquises à l'exercice		4 739 036 609,96	-1 002 959 894,42	3 736 076 715,54	-1 007 061 468,72
Prestations sur opérations directes		-2 252 512 324,32	414 217 662,81	-1 838 294 661,51	456 836 804,05
Prestations sur acceptations			-348 708,35	-348 708,35	-3 573 828,42
II-Primes acquises à l'exercice (sinistres)		-2 252 512 324,32	413 858 954,46	-1 838 653 369,86	453 263 075,63
Commissions reçues en réassurance		0,00	223 256 215,87	223 256 215,87	215 657 005,82
Commissions versées en réassurance		0,00	-2 398 582,55	-2 398 582,55	-8 669 824,11
III-Commissions de réassurance		0,00	220 857 633,32	220 857 633,32	206 387 181,71
IV-Subventions d'exploitation d'assurance		0,00	0,00	0,00	0,00
V-MARGE D'ASSURANCE NETTE		2 486 524 285,64	-368 273 307,04	2 118 250 978,60	-347 411 271,38
Services extérieurs et autres consommations		-814 213 005,79	0,00	-814 213 005,79	0,00
Charges de personnel		-771 781 960,26	0,00	-771 781 960,26	0,00
Impôts, taxes et versements assimilés		-123 107 671,76	0,00	-123 107 671,76	0,00
Production Immobilisée		0,00	0,00	0,00	0,00
Autres produits opérationnels		94 043 582,75	0,00	94 043 582,75	0,00
Autres charges opérationnelles		-96 240 614,56	0,00	-96 240 614,56	0,00
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs		-332 893 416,38	0,00	-332 893 416,38	0,00
Provisions d'assurance (Provisions réglementées) & CCMAT		-73 862 408,38	0,00	-73 862 408,38	0,00
Reprise sur pertes de valeur et provisions		382 587 213,39	0,00	382 587 213,39	0,00
V-RESULTAT TECHNIQUE OPERATIONNEL		751 056 004,65	-368 273 307,04	382 782 697,61	-347 411 271,38
Produits financiers		206 119 503,37	0,00	206 119 503,37	0,00
Charges financières		-11 184 243,02	0,00	-11 184 243,02	0,00
VI-RESULTAT FINANCIER		194 935 260,35	0,00	194 935 260,35	0,00
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V-VI)		945 991 265,00	-368 273 307,04	577 717 957,96	-347 411 271,38
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-97 133 046,00	0,00	-97 133 046,00	0,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		5 121 786 909,47	-782 142 261,50	4 339 644 647,97	-800 674 287,01
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-4 572 928 650,47	413 858 954,46	-4 159 069 736,01	453 263 075,63
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		548 858 259,00	-368 273 307,04	480 574 911,96	-347 411 271,38
Eléments extraordinaires (produits) (à présent)		450 757,51	0,00	450 757,51	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à présent)		4 085,93	0,00	-1 095,93	0,00
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE		446 671,58	0,00	449 671,58	0,00
X-RESULTAT DE L'EXERCICE (COMPTON)		897 524 930,58	-368 273 307,04	529 251 623,54	-347 411 271,38
XI-RESULTAT DE L'EXERCICE (Bilan)		897 524 930,58	-368 273 307,04	529 251 623,54	-347 411 271,38

Directeur des Finances



الملخص

### الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أهمية "دور التحليل المالي في التنبؤ بأسعار الأسهم"، وذلك للمكانة الهامة التي يحتلها التحليل المالي ودوره في اتخاذ القرارات التي تتعلق بالاستثمار في مجال الأسهم حيث يساعد في التحليل ومعرفة نقاط القوة والضعف لدى الشركة، وإبراز أهم أدوات التحليل المالي التي تساعد في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة والمتمثلة في مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية، وعلى هذا الأساس تم اختيار شركة "أليانس للتأمينات الجزائرية" لتطبيق دراستنا في الفترة الممتدة من 2015 إلى 2020، وللوصول إلى هدف الدراسة والاجابة عن تساؤلاتها تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لجمع البيانات التي شكلت الاطار النظري للموضوع، أما الاطار العملي تم الاعتماد على منهج دراسة حالة، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج الميدانية وهي أن المؤسسة في وضع مالي متوازن حيث تتمتع بأرباحية مالية، كما أنها تتميز بفعالية في إدارة أصولها وقادرة على التحكم في تكاليفها.

**الكلمات المفتاحية:** التحليل المالي، مؤشرات التوازن المالي، النسب المالية، الأسهم، التنبؤ بأسعار الأسهم.

### RESUME

this study aimed to shed hight on the importance of the role of financial analysis in predicting stock prices, due to the important position that financial analysis occupies and its role in making decision related to investments in the field of stocks, as it helps in analyzing and knowing the strengths and weaknsses of the company, and highlighting the most impotant tools of financial analysis which helps in analyzing the financial position of the institution, which is represented in the indicators of financial balance and financial ratios, and on this basic, Alliance Algerian Insurance company was chosen to implement ous study in the period from 2015 to 2020, and to reach the gool of the study and answers its question, it was relied on the descriptive analytical approach to collect the data that it formed the theoretical framework of the subject, and the pratical framework was based on a cased on case study approach, and the study concluted a set of field results, which is that the institution is in balanced financial position where it enjoyo financial comfourt, and is characterized by effective management of its assets and is able to control its costs .

**key words :** financial analysic, financial balance indicator, financial ratios stock, forecasting stock prices .