

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

تحت عنوان:

أثر إدارة الخزينة في المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية
دراسة قياسية لمجمع صيدال للفترة (2002-2023)

تحت إشراف الأستاذة الدكتورة:

سعيدة بورديمة

من إعداد:

آية بن سالم

محمد الطاهر ردام

السنة الجامعية 2025/2024

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

تحت عنوان:

أثر إدارة الخزينة في المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية
دراسة قياسية لمجمع صيدال للفترة (2002-2023)

تحت إشراف الأستاذة الدكتورة:

سعيدة بورديمة

من إعداد:

آية بن سالم

محمد الطاهر ردام

السنة الجامعية 2025/2024

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

الحمد لله الذي منى علينا بنعمة العلم فله الشكر أولا وأخيرا، أن هداانا من الظلمات إلى النور

ولتوفيقه لنا لإتمام هذا العمل

نتقدم بداية بجزيل الشكر والامتنان مع أسمى معاني التقدير والاحترام للأستاذة المشرفة الدكتورة "بورديمة سعيدة" على المتابعة والنصح والتوجيه في انجاز هذه المذكرة كما لا يفوتنا أن نتقدم بجزيل الشكر والامتنان وفائق الاحترام إلى الأستاذة الفاضلة "عمر عبدة سامية" والدكتور "سباع بلال"

كما نتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى السادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على تكريمهم بقراءة وتقييم ومناقشة هذه المذكرة وإثرائها بآرائهم وإلى كل من ساعدنا من قريب ومن بعيد

الصفحة	العنوان	فهرس المحتويات
I	البسمة	
II	الشكر	
III-V	فهرس المحتويات	
VI	قائمة الجداول	
VII	قائمة الاشكال البيانية	
VIII	قائمة الملاحق	
IX	قائمة الاختصارات	
أ-ح	مقدمة	
	الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة الخزينة والمردودية المالية	
2	تمهيد	
3	المبحث الأول: مفاهيم أساسية لإدارة خزينة المؤسسة	
3	المطلب الأول: مدخل خزينة المؤسسة	
3	1: ماهية الخزينة	
6	2: كيفية حساب خزينة المؤسسة	
9	3: سيناريوهات أو حالات أزمة الخزينة	
12	المطلب الثاني: إدارة الخزينة في المؤسسة	
12	1: مفهوم وأهداف إدارة الخزينة	
14	2: العوامل المؤثرة في إدارة الخزينة	
15	3: أساليب رفع كفاءة إدارة الخزينة	
26	4: تقييم إدارة الخزينة	
30	المبحث الثاني: المردودية المالية وعلاقتها بإدارة الخزينة في المؤسسة	
30	المطلب الأول: مدخل للمردودية في المؤسسة	
30	1: مفهوم المردودية	
31	2: خصائص المردودية	
31	3: أهمية المردودية	
32	4: أنواع المردودية	
34	المطلب الثاني: المردودية المالية للمؤسسة	

34	1: مفهوم المردودية المالية
35	2: طريقة قياس المردودية المالية
36	3: أثر الرافعة المالية
37	المطلب الثالث: العلاقة بين ادار الخزينة والمردودية المالية للمؤسسة
39	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: قياس أثر إدارة الخزينة في المردودية المالية لمجمع صيدال
41	تمهيد
42	المبحث الأول: لمحة عن مجمع صيدال
42	المطلب الأول: تقديم لمجمع صيدال
42	1: التطور التاريخي لمجمع صيدال
43	2: تعريف مجمع صيدال
44	3: مهام مجمع صيدال
45	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال
45	1: مديريات مجمع صيدال
48	2: مصانع الإنتاج ومراكز التوزيع لمجمع صيدال
48	3: فروع مجمع صيدال
49	4: مساهمات مجمع صيدال
51	المبحث الثاني: الإجراءات المنهجية للدراسة
51	المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة
51	1: مجتمع الدراسة
51	2: عينة الدراسة
51	المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة
52	1: المتغيرات المستقلة
52	2: المتغير التابع
54	المطلب الثالث: نموذج الدراسة
54	1: ماهية نموذج ARDL
55	2: مميزات نموذج ARDL
56	3: خطوات النمذجة القياسية لمنهجية ARDL
57	4: الصيغة العامة لنموذج ARDL

57	المبحث الثاني: تقدير نموذج الدراسة
58	المطلب الأول: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية
59	المطلب الثاني: تحليل نموذج الدراسة
59	1: اختبارات فترات الابطاء المثلى
60	2: اختبار الحدود
61	3: الاختبارات التشخيصية للنموذج
63	4: اختبار الاستقرار الهيكلي
64	5: نتائج تقدير العلاقة طويلة الاجل ونموذج تصحيح الخطأ
68	خلاصة الفصل الثاني
69	الخاتمة
74	قائمة المراجع
81	الملاحق
	الملخص

قائمة الجداول

رقم الجدول	اسم الجدول	الصفحة
1	تدفقات الخزينة حسب الطريقة الغير المباشرة وفق النظام المالي المحاسبي الجزائري	24
2	تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة وفق النظام المالي المحاسبي الجزائري	25
3	البطاقة الفنية الخاصة بمجمع صيدال	45
4	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة لمجمع صيدال	58
5	نتائج اختبار الحدود للمتغير ROE	60
6	اختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائي للمتغير ROE	61
7	اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي للمتغير ROE	62
8	نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل ROE	65
9	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ	66

قائمة الأشكال

الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
10	أسباب انخفاض الخزينة	1
50	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	2
53	نموذج الدراسة	3
54	تطور متغيرات الدراسة لمؤسسة صيدال	4
59	نتائج اختبار فترات الابطاء المثلى للمتغيرات	5
63	اختبار توزيع الأخطاء العشوائية ROE	6
64	المجموع التراكمي لتكرار البواقي والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي ROE	7

قائمة الملاحق

الصفحة	اسم الملحق	رقم الملحق
81	متغيرات الدراسة	1
82	نموذج ARDL	2

قائمة المختصرات

المختصر	معنى المختصر باللغة الأجنبية	معنى المختصر باللغة العربية
LT	Liquidité Totale	نسبة الخزينة العامة
LA	Liquidité restreinte	الخزينة السريعة
LM	Liquidité immédiate	الخزينة الجاهزة
RE	Rentabilité économique	المردودية الاقتصادية
ROE	Return On Equity	المردودية المالية
ARDL	Auto Regressive Distributed Lag Model	نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع،
ADF	Augmented Dickey–Fuller	اختبار ديكي فولر الموسع
AIC	Akaike Information Criterion	اختبار فترات الإبطاء المثلى

تمهيد:

تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الأساسية، مثل تحقيق الربح، الحفاظ على التوازن، وضمان الاستمرارية. ولبلوغ هذه الأهداف، تعتمد على تطوير أساليب الإدارة وتحسين التحكم فيها، فاستمرار المؤسسة وبقاؤها يرتبطان ارتباطاً وثيقاً بكفاءة أدائها العام، وقدرتها على تحقيق الربحية بشكل خاص، وهو ما يتطلب إدارة فعالة للموارد المالية وتسييرها بعقلانية على المدى القصير والطويل.

وتُعد القدرة على تحقيق التوازن المالي من أبرز التحديات التي تواجه المؤسسات، حيث يُعتبر هذا التوازن شرطاً أساسياً لضمان النجاح في بيئة اقتصادية شديدة التنافس. ويتطلب ذلك تبني أساليب علمية ورشيقة في تدبير الموارد المالية، إذ إن أغلب الصعوبات تتبع من غياب التحكم في مؤشرات التوازن المالي، وعلى وجه الخصوص الخزينة، التي تعكس الواقع الفعلي لجميع العمليات المالية التي تقوم بها المؤسسة. فعدم الاهتمام بالإدارة الفعالة لها وجعلها أمراً ثانوياً سيؤدي إلى اضطراب في إدارة الموارد المالية، وعجز عن تتبع التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، مما يفقد المؤسسة السيطرة على سيولتها المالية. وبما أن التحكم في خزينة المؤسسة يُسهم في تعزيز القدرة على اتخاذ القرارات، فإنه يُعد عنصراً أساسياً في تحسين المردودية المالية على مختلف الأصعدة، مما يتيح فرصاً أكبر لتحقيق أرباح إضافية وتنمية الموارد المتاحة.

1. إشكالية الدراسة :

من خلال كل ما سبق نطرح إشكالية البحث:

ما مدى تأثير إدارة الخزينة في المردودية المالية لمجمع صيدال للفترة 2002-2023؟

من أجل معالجة وتحليل هذه المشكلة وبغية الوصول إلى فهم واضح لها، تم طرح الأسئلة الفرعية:

- ما طبيعة العلاقة الموجودة بين توازن السيولة المالية والمردودية المالية للمؤسسة؟

- هل هناك علاقة تكامل مشترك بين إدارة الخزينة والمردودية المالية في مجمع صيدال؟

- ما مدى قدرة إدارة الخزينة على تفسير التغيرات في مؤشر المردودية المالية في مجمع صيدال؟

- هل توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين إدارة الخزينة ومؤشر المردودية المالية في مجمع صيدال؟

2. فرضيات الدراسة:

للإجابة عن الأسئلة المطروحة السابقة ومن ثم الإجابة على مشكلة الدراسة تمت صياغة الفرضيات التالية:

- **الفرضية الأولى:** توجد علاقة عكسية بين توازن السيولة المالية ومستوى المردودية المالية للمؤسسة.

- **الفرضية الثانية:** توجد علاقة تكامل مشترك بين إدارة الخزينة والمردودية المالية في مجمع صيدال.

- **الفرضية الثالثة:** تؤثر إدارة الخزينة في تفسير التغيرات في مؤشر المردودية المالية في مجمع صيدال.

- **الفرضية الرابعة:** توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين إدارة الخزينة ومؤشر المردودية المالية في مجمع صيدال.

3. أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من أهمية متغيراتها كونها تحتل مكانة هامة في الدراسات المالية ويمكن توضيح ذلك من خلال ما يلي:

- تركيز الاهتمام على أحد مؤشرات التوازن المالي والتي تتمثل في الخزينة؛
- اظهار العلاقة بين متغيرات الدراسة (المتغير المستقل هو الخزينة والمتغير التابع هو المردودية).

4. أهداف الدراسة:

نهدف من خلال دراستنا إلى جملة من الأهداف تتمثل فيما يلي:

- التطرق إلى مفهوم إدارة الخزينة والمؤشرات المستخدمة في قياسه.
 - التعرف على أهم المؤشرات المتبعة في قياس إدارة الخزينة ومحاولة تطبيقها في المؤسسة محل الدراسة؛
 - الحصول على أكبر قدر ممكن من المعارف النظرية واسقاطها على الجانب التطبيقي؛
 - تحديد تأثير إدارة الخزينة على المردودية المالية في مجمع صيدال.
- 5. أسباب اختيار الموضوع:**

- إن أهم الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار ودراسة الموضوع تمثلت فيما يلي:
- ميول ورغبة شخصية لهذا الموضوع لنتناسبه مع التخصص.
 - محاولة التقريب بين الجانب النظري لموضوع الخزينة وواقع المؤسسات الجزائرية.
- 6. منهج الدراسة:**

في إطار هذه الدراسة ومن أجل معالجة إشكالياتها تم الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي في الدراسة النظرية القائمة على جمع المعلومات والبيانات المرتبطة بالموضوع، كذلك اعتمدت الدراسة على الأسلوب القياسي من أجل تحديد النموذج الأنسب لتفسير علاقة المتغيرات المفسرة (نسبة الخزينة (التداول) العامة، نسب الخزينة المختصرة، ونسب الخزينة الآنية) بالمتغير التابع المتمثل في المردودية المالية، وذلك لمجمع صيدال المتخصص في الصناعة الصيدلانية والمرتج في بورصة الجزائر لتوفره على الشروط الضرورية التي تسمح بتقدير النموذج القياسي، حيث تمت الدراسة للفترة من 2002 إلى 2023 ، وهي الفترة التي توفرت فيها القوائم المالية الضرورية لحساب متغيرات الدراسة.

7. الأساليب الإحصائية المستخدمة في التحليل:

تم في البداية التحقق من مدى سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الدراسة وذلك من خلال إجراء اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع ADF. ثم تقدير نموذج الدراسة باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة ARDL ، وذلك بعد التحقق من توفر شروط تطبيق هذا النموذج، لا سيما من خلال اختبار الحدود ECM للتحقق من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، إلى جانب إجراءات ضرورية أخرى

وللتأكد من جودة النموذج، تم الاعتماد على الاختبارات التالية:

- اختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائي: تم إجراء اختبار ARCH Heteroskedasticity، وتُقبل الفرضية الصفرية التي تنص على ثبات التباين إذا كانت احتمالية إحصائية فيشر أكبر من 10%.
- اختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء العشوائية: تم استخدام اختبار Godfrey Serial Correlation لاختبار فرضية الارتباط الذاتي. وتُقبل الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط ذاتي إذا كانت إحصائية فيشر أكبر من مستوى الدلالة 10%.
- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي: باستخدام اختبار Jarque-Bera لتحديد ما إذا كانت البواقي تتبع التوزيع الطبيعي. وتُقبل الفرضية الصفرية إذا كانت احتمالية الاختبار أكبر من 10%.

وللتأكد من استقرار النموذج، تم التحقق من عدم وجود تغيرات هيكلية في البيانات المستخدمة، بالإضافة إلى استقرار وانسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل. وقد تم ذلك بالاعتماد على اختبارين (CUSUM) المجموع التراكمي لتكرار البواقي و (CUSUM OF SQUARES) المجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي.

8. الدراسات السابقة:

تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوع دراستنا بشكل ما سواء كانت عربية أم أجنبية، ومن أبرزها:

الدراسة 1: باديس بوخلوة، (2002-2003)، بعنوان: **الأمثلية في تسيير الخزينة دراسة حالة مؤسسة مطاحن الحضنة.**

هدفت لدراسة أثر تسيير الخزينة على الأداء المالي ورفع الكفاءة في تسيير الخزينة من خلال الاعتماد على نماذج رياضية تحقق الأمثلية في تسيير الخزينة. كما ركزت الدراسة على الوقوف على المشاكل والعوامل التي تعيق اتخاذ القرارات المالية الرشيدة، بهدف تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية بما يضمن لها الربحية والأمان.

من أبرز نتائج الدراسة أن جدول تدفقات الخزينة يعتبر الأداة الهامة التي يتم من خلالها تحليل كيفية تشكل الخزينة.

الدراسة 2: BOUTTA Mohamed Adel (2012)، بعنوان:

Gestion de la trésorerie de la SDA (filiale groupe Sonelgaz) en Algérie .

هدفت هذه الدراسة المعرفة مدى تأثير التسيير الأمثل للخزينة على المؤسسة. وقد لخصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أنها تتيح إدارة وتسيير الخزينة الى تقييم الوضع المالي للمؤسسة.

الدراسة 3: دراسة شمس الدين التجاني (2016-2017) ، بعنوان: قياس أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصال على أداء تسيير الخزينة في المؤسسة الاقتصادية.

سعت الدراسة لتقييم مدى الاهتمام بوجود قسم خاص بتسيير الخزينة داخل المؤسسة الاقتصادية والتحقق من قابلية المؤسسة لتبني تكنولوجيا المعلومات والاتصال ضمن هذه الوظيفة. وتتبع أهمية هذه الدراسة من محاولتها قياس أثر استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على تحسين أداء تسيير الخزينة داخل المؤسسات الاقتصادية.

توصلت إلى وجود علاقة قوية بين مفهوم تكنولوجيا المعلومات والاتصال وتسيير الخزينة.

الدراسة 4: Al-Abdallah, K.A (2017) بعنوان:

The Impact of Corporate Governance on Financial Performance

حققت هذه الدراسة في العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة. تم قياس الأداء المالي باستخدام العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE).

أشارت النتائج إلى أن ممارسات حوكمة الشركات، وخاصة استقلالية مجلس الإدارة وحجم لجنة التدقيق، كان لها تأثير إيجابي كبير على الأداء المالي. ومع ذلك، أظهرت

ازدواجية الرئيس التنفيذي علاقة سلبية مع الأداء، مما يشير إلى أن فصل الأدوار يعزز الرقابة والنتائج المالية.

الدراسة 5: (Tran D.T. and Ngo L.N) (2020)، بعنوان:

Factor Affecting Financial Performance: Empirical Evidence from Vietnamese Listed Firms.

هدفت الدراسة إلى التحقق من العوامل الرئيسية المؤثرة في الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق الأسهم الفيتنامية. تم قياس الأداء المالي باستخدام العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE).

توصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة، الرافعة المالية، السيولة، معدل دوران الأصول، والنمو الاقتصادي أثرت بشكل كبير على الأداء المالي. وبشكل خاص، كان لمعدل دوران الأصول وحجم الشركة تأثير إيجابي، بينما أظهرت الرافعة المالية علاقة سلبية مع الأداء المالي. موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة:

- القياس الكمي المباشر للأثر: فالهدف الأساسي لدراستنا هو قياس أثر إدارة الخزينة على المردودية المالية باستخدام منهج قياسي، في حين أن الدراسات الأخرى تناقش التأثير أو الدور، فإن دراستنا تهدف إلى تحديد هذا الأثر كمياً.
- استخدام نموذج قياسي متقدم (ARDL) للعلاقة طويلة الأجل: بالاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة (ARDL) لتقدير كل من العلاقات قصيرة الأجل والعلاقات التوازنية طويلة الأجل بين إدارة الخزينة والمردودية المالية هو اختيار منهجي مميز. كما تختبر الدراسة بشكل خاص التكامل المشترك (التوازن طويل الأجل). بينما تشير دراسة بوخلوة باديس إلى نماذج رياضية لتحقيق الأمثلية، فإنها لا تحدد نموذجاً قياسياً لسلاسل زمنية مثل ARDL، ولا تركز صراحة على التوازن طويل الأجل. أما الدراسات الأخرى (شمس الدين) فتستخدم مقاربات مختلفة (تجريبية، مسحية، أو تركز على تكنولوجيا المعلومات والاتصال) لا تتضمن مثل هذا النمذجة القياسية لتحليل الأثر.

- التركيز على المردودية المالية كمتغير تابع رئيسي: تحدد دراستنا بوضوح المردودية المالية كمتغيرها التابع، مقاسة بمؤشرات مثل معدل العائد على حقوق الملكية (ROE). هذا التركيز المحدد على النتيجة المالية النهائية (المردودية) التي تتأثر بإدارة الخزينة، باستخدام نسب مالية محددة، هو محور بحثنا. بينما تشير دراسة بوخلو بادييس إلى الأداء المالي، فإن الربط المباشر للمردودية المالية كمتغير تابع قابل للقياس الكمي من خلال نسب محددة في نموذج قياسي يجعل دراستنا أكثر استهدافاً في قياس النتائج.
- تحليل نسب محددة لإدارة الخزينة كمتغيرات مستقلة: تستخدم دراستنا نسب خزينة (سيولة) محددة (نسبة الخزينة العامة، نسبة الخزينة المختصرة، ونسبة الخزينة الآنية) كمتغيرات مستقلة لتمثيل إدارة الخزينة، ما يوفر مجموعة ملموسة من المدخلات القابلة للقياس لإدارة الخزينة في النموذج، مما يسمح بتحليل مفصل لعلاقتها بالمردودية.

9. حدود الدراسة:

شملت الحدود الموضوعية من خلال الإلمام بالدراسات التي تطرقت لموضوع الدراسة، أما الحدود المكانية فتمثلت في مجمع صيدال والتي توفرت بياناته المالية خلال فترة الدراسة. أما الحدود الزمنية فقد غطت الدراسة فترة زمنية تقدر بـ 22 سنة من سنة 2002 إلى 2023 وهذا لتوفر بيانات المؤسسة المالية.

10. توثيق الدراسة:

تم الاعتماد في انجاز هذه الدراسة على العديد من المراجع باللغات العربية والفرنسية، الإنجليزية، التي تتمثل في كتب ومذكرات ماجستير ودكتوراه إضافة إلى المجالات. أما في جانب الدراسة التطبيقية فقد تم الاعتماد على التقارير المالية السنوية الصادرة عن مجمع صيدال للحصول على البيانات الضرورية لحساب متغيرات الدراسة.

11. صعوبات الدراسة:

من بين الصعوبات التي واجهتنا في هذه الدراسة ما يلي:

- عدم توفر الدراسات والبحوث بالقدر الكافي التي تعالج موضوع إدارة الخزينة.

- قلة المراجع العربية وخاصة الكتب التي تشرح بدقة النماذج القياسية الحديثة كالانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة ARDL.
 - اختلاف في المعايير المحاسبة المحلية لمجمع صيدال حيث تم حساب القوائم المالية من سنة 2002 إلى 2009 حسب PCN أما باقي السنوات تم حسابها وفق SCF.
- 12. تقسيمات الدراسة:**

من أجل الإحاطة بموضوع الدراسة والإجابة على الإشكالية المطروحة، قسمت الدراسة إلى فصلين تسبقهما مقدمة، حيث جاء **الفصل الأول** بعنوان الإطار النظري لإدارة الخزينة والمردودية المالية، حيث قسم إلى مبحثين، المبحث الأول مفاهيم أساسية لإدارة الخزينة، أما المبحث الثاني فخصص للمردودية المالية وعلاقتها بإدارة الخزينة في المؤسسة. أما في **الفصل الثاني** فتطرقنا إلى دراسة حالة حيث حاولنا إسقاط الجزء النظري على مؤسسة اقتصادية جزائرية مدرجة في بورصة الجزائر، حيث جاء بعنوان قياس أثر إدارة الخزينة في المردودية المالية لمجمع صيدال، وتم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول لمحة عن مجمع صيدال، والمبحث الثاني تقدير نموذج الدراسة، كما تم في النهاية إعداد خاتمة الدراسة التي تضمنت توضيح اختبار صحة الفرضيات ونتائج الدراسة متبوعة بجملة من الاقتراحات المستتجة، وفي الأخير تم صياغة آفاق الدراسة.

الفصل الأول:

الإطار النظري لإدارة الخزينة والمردودية
المالية للمؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

تعدّ الوظيفة المالية من أهم الوظائف في المؤسسات الاقتصادية، نظراً لدورها الحيوي في تأمين الموارد المالية اللازمة لتشغيل المؤسسة بأقل تكلفة ممكنة وتحقيق أعلى عائد، بما يتماشى مع استراتيجيتها العامة. ويُعدّ التحكم في التدفقات النقدية أحد الركائز الأساسية للإدارة المالية، حيث يهدف إلى تحقيق الملاءة المثلى، أي ضمان قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها في مواعيدها المحددة، مع الاحتفاظ بأقل مستوى ممكن من السيولة وتوجيه الفوائض المالية نحو استثمارات أو عمليات تشغيلية تعزز من ربحية المؤسسة وتقلل من تكاليف الفرص البديلة. كما يشمل ذلك البحث عن مصادر تمويل إضافية بأقل تكلفة ممكنة. ولتحقيق هذه الأهداف، يعتمد المدير المالي على مجموعة من الأساليب والنماذج لتقدير الاحتياجات المالية المستقبلية، وتحديد الحجم الأمثل للنقدية الواجب الاحتفاظ بها، بما يضمن استمرارية النشاط الاقتصادي للمؤسسة بسلاسة وكفاءة.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية لإدارة خزينة المؤسسة

تعد الخزينة في المؤسسة النقطة المحورية لحركة التدفقات الداخلة والخارجة، كما أنها تلعب دوراً أساسياً في اتخاذ القرارات المالية قصيرة الأجل، فمن خلالها، يتمكن المسؤولون من وضع سياسات مالية فعالة على المدى القصير استناداً إلى مؤشرات الخزينة، والمعطيات الداخلية للمؤسسة، إضافة إلى العوامل المحيطة بها.

المطلب الأول: مدخل لخزينة المؤسسة

تحتاج المؤسسات إلى النقدية لأداء مختلف التزاماتها، فكلما ارتفعت الأرصدة النقدية، كلما انخفض خطر الوقوع في العسر المالي، في حين إذا انخفضت الأرصدة النقدية زادت خطر الوقوع في العسر المالي، لذا تظهر أهمية النقدية في المؤسسة.

1. ماهية الخزينة:

تقوم الخزينة بدور مهم للغاية حيث تساعد على اتخاذ مختلف القرارات المالية المتعلقة بها، لذلك تعددت تعاريفها لاختلاف وجهات نظر الباحثين.

1.1 مفهوم الخزينة:

قبل البدء في تعريف الخزينة وجب التفرقة بين مصطلحين شائعين هما النقدية والخزينة، حيث تعرف الخزينة بأنها الأصول السائلة القابلة للتحويل إلى النقد بسرعة، في حين تعرف النقدية بأنها الأموال المتاحة حالياً، وبذلك يمكننا الاعتماد على كلا المصطلحين كونهما يعبران عن السيولة التي يمكن استعمالها في الوقت السريع. وفيما يلي سنتطرق إلى مجموعة من التعاريف المتعلقة بها كما يلي:

❖ التعريف الأول: الخزينة هي ترجمة مالية لجميع عمليات إدارة المؤسسة، سواء

كانت متعلقة بدورة الاستغلال، دورة الاستثمار، أو العمليات خارج دورة الاستغلال.¹

❖ التعريف الثاني: عبارة عن كل من حسابات البنك (الودائع) والصندوق (القيم

الجاهزة) من جهة، ومن جهة أخرى الرصيد الدائن البنكي أو السحب على المكشوف

والمساهمات البنكية العادية أو الجارية والأوراق المالية التي تم خصمها قبل الأجل

والفارق بين هاتين الكتلتين يعرف بالخزينة الصافية.²

¹ Jack Forget, *Gestion de trésorerie*, édition d'organisation, Paris, 2005, p11.

² رجم نصيب، إدارة الخزينة (دروس وتطبيقات)، دار العلوم للنشر والتوزيع، عناية، 2013، ص 07.

بناء على التعاريف السابقة، يمكن تعريف الخزينة على أنها تمثيل شامل لجميع العمليات المالية التي تنفذها المؤسسة، سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل وهذا ما يتطلب توفر سيولة نقدية دائمة لتلبية الاحتياجات المختلفة، مما يجعلها تعكس حالة التسيير المالي للمؤسسة.

كما ينظر للخزينة بمفاهيم متعددة منها التقليدي، التفاضلي، والديناميكي وهو ما سنوضحه فيما يلي:³

أ. **المفهوم التقليدي للخزينة:** هي الفرق في لحظة معينة بين الموارد المتاحة لتمويل أنشطة المؤسسة والاحتياجات المالية الناجمة عن هذه الأنشطة خلال فترة زمنية معينة، وينظر للخزينة حسب المفهوم النقدي على أنها رصيد نقدي يعتمد مستواها على طبيعة هيكل استخدامات وموارد المؤسسة. ويمكن تحديد هذا الهيكل وفقا لدرجة التقارب النقدي الخاص بكل أجزاء استخدامات وموارد المؤسسة.

ب. **المفهوم التفاضلي للخزينة:** ينظر لها على أنها رصيد الفرق بين إجمالي الموارد وإجمالي الاحتياجات، إذا هي الفارق بين رأس المال العامل واحتياجات رأس المال العامل.

ت. **المفهوم الديناميكي للخزينة:** عبارة عن مقياس لحظي يعكس الفارق بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة والتي ترتبط أساسا بالنشاط الاقتصادي للمؤسسة.

من خلال ما تم تناوله من مفاهيم عامة حول الخزينة يمكن استنتاج مفهوم أكثر شمول، حيث تعتبر الخزينة العنصر الأساسي الذي يضمن سير العمليات المالية داخل المؤسسة سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل، فهي تمثل الأموال التي تمكن المؤسسة من تلبية التزاماتها المالية وضمان استمرارية أنشطتها التشغيلية. وتتجسد الخزينة في السيولة المتاحة التي تملكها المؤسسة خلال دورة الاستغلال، حيث تشمل مختلف الأصول النقدية الجاهزة التي تستخدم لتغطية النفقات اليومية وتسديد المستحقات المالية عند الحاجة.

³ باديس بن يحيى بخلوه، الأمثلة في تسيير خزينة المؤسسة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص ص 26 -

1. 2. مكونات الخزينة:

تتحد مكونات الخزينة انطلاقاً من الميزانية المالية، وتتكون من عناصر استخدامات الخزينة وعناصر مواردها وهي كالتالي:⁴

أ. استخدامات الخزينة:

تشمل كل أصل سائل أو متاح لاستخدام على الفور لتسديد النفقات والالتزامات التي حان موعد استحقاقها، وتضم كلا:

➤ الودائع لأجل: تمثل الودائع لأجل في اتفاق بين البنك والعميل، يودع الأخير بموجبه مبلغاً من النقود لدى البنك، لا يجوز له سحبه أو سحب جزء منه قبل تاريخ متفق عليه وفي مقابل ذلك يحصل المودع على فائدة بصفة دورية أو يحصل عليها في نهاية مدة الإيداع.

➤ الأوراق التجارية للتحويل: يعد تحصيل الأوراق التجارية أحد أبرز أساليب التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة من أجل تدعيم خزينتها بالأموال. ويتم ذلك من خلال تعامل المؤسسة مع بنكها أو البنك الذي يتعامل معه العميل لخصم الورقة التجارية. ونتيجة لهذا الإجراء، تحصل المؤسسة على قيمتها بعد اقتطاع نسبة معينة كعمولة للبنك مقابل الخدمة المقدمة.⁵

➤ الخصم غير المباشر: هو وسيلة لتمويل مشتريات الزبون نقداً، فيمكن الاتصال بالبنك الذي تتعامل معه بخصم الورقة التجارية (أي حل محل المؤسسة التي تباع لزبونها)، وبالنسبة لعمولة البنك يدفعها الزبون.⁶

➤ سندات الخزينة: تقوم المؤسسة بشراء سندات من البنك التي يطرحها للاكتتاب وهذه السندات تسدد قبل تاريخ الاستحقاق عند حلول مواعده يسدد البنك قيمة السند مضافاً إليه معدل الفائدة.

⁴ منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية (مدخل اتخاذ القرارات)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1996، ص 150.

⁵ باديس بن يحيى بوخلوة، مرجع سبق ذكره، ص 30.

⁶ أمين السيد أحمد لطفي، إعداد وعرض القوائم المالية على ضوء معايير محاسبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 23.

➤ الحساب الجاري: هو ذلك الحساب الذي تتم فيه العمليات المالية للزبون بدون قيود أو شروط، فلا وقت يفرض عند السحب، ولا إشعار يطلب من أجل ذلك، يمكن للمؤسسة أن تسحب منه في أية لحظة، وتمثل في حسابات الصندوق، الحساب البريدي الجاري، البنك وغيرها...⁷

ب. موارد الخزينة: تتمثل في الأموال التي تمنح للمؤسسة من قبل البنك لتمويل احتياجاتها وهي: ⁸

- تسهيلات الخزينة: هي التسهيلات المصرفية التي تمنحها البنوك للمؤسسة بغية إعطائها مرونة أكبر في نشاطها، وكذا لسد الفراغ أو العجز المؤقت لخزينة المؤسسة.
- السحب على المكشوف: يعني المبلغ الذي يسمح البنك للمؤسسة بسحبه بما يزيد عن رصيد حسابها الجاري، على أن يفرض عليها فائدة تتناسب والفترة التي تم خلالها سحب مبالغ تفوق رصيده الدائن.
- السلفات المصرفية: يمكن للمؤسسة سحب أموال حتى وإن لم يكن لها أموال جاهزة في البنك وذلك بناء على اتفاق بينها وبين البنك.

2. كيفية حساب خزينة المؤسسة:

تعد الخزينة من أهم العناصر التي تعكس بوضوح التوازن المالي للمؤسسة، حيث تجمع بين توازن رأس المال العامل الصافي الإجمالي واحتياجات رأس المال العامل.

2.1. مؤشرات التوازن المالي:

يعتمد المدير المالي في تحليله للميزانية على مجموعة من المؤشرات التي تبرز حالة التوازن المالي، ويمكن تحديد التوازن المالي للمؤسسة باستخدام مؤشرات متمثلة في:

- رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng}
- الاحتياج في رأس المال العامل BFR
- الخزينة الصافية T_{ng}

ودراسة التوازن المالي لا يتعلق بكل مؤشر على حدى، بل يتعلق بكل المؤشرات الثلاثة مع بعضها البعض.

⁷ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات، الجزائر، 2001، ص 17.

⁸ عبد الحق بوعتروس، الوجيز في البنوك التجارية (عمليات، تقنيات وتطبيقات)، قسنطينة، 2000، ص 45.

أ. رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} : يعرف على أنه ذلك الفائض المالي الناتج عن تمويل الاحتياجات المالية الدائمة (الاستخدامات المستقرة) باستخدام الموارد المالية الدائمة ويحسب بالعلاقة التالية:⁹

$$FR_{ng} = R_D - E_s$$

ب. الاحتياج في رأس المال العامل BFR : يقصد به ذلك الجزء من حاجات تمويل دورة الاستغلال والتي لا يتم تغطيته من خلال الديون المرتبطة بهذه الدورة. وتنتج هذه الحاجة عن الفارق الزمني بين عمليات الشراء والبيع من جهة، وبين التحصيل والدفع من جهة أخرى. ويعد احتياج رأس المال العامل مؤشرا رئيسيا لتحديد رأس المال العامل المثالي الذي يتناسب مع الهيكل المالي للمؤسسة. بمعنى آخر، هو مقدار الأموال الدائمة التي ينبغي توفيرها لتمويل الأصول الجارية، بما يضمن للمؤسسة تحقيق التوازن المالي المطلوب.¹⁰

ويتحقق النمو المتوازن للمؤسسة باستخدام الاحتياج في رأس المال العامل على استقرار نسبة النمو أي زيادة كل من BFR ورقم الأعمال بنفس الوتيرة لذا يجب مراقبة هذه النسبة أثناء مرحلة النمو لتجنب:

- نمو غير متحكم فيه: بسبب الدخول في أنشطة تفوق مقدرتها المالية مما يؤدي إلى التعرض لمخاطر الإفلاس والزوال.
- سوء تسيير عناصر الاستغلال: بسبب منح آجال طويلة للعملاء، مخزون ذو دوران بطيء، قبول آجال قصيرة من الموردين.

يمكن حساب BFR من خلال العلاقة:

$$BFR_g = \text{احتياجات الدورة} - \text{موارد الدورة}$$

وينقسم إلى:

$$E_{hex} - R_{hex} = BFR_{hex} \quad \text{و} \quad BFR_{ex} = E_{ex} - R_{ex}$$

ومنه:

⁹ شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقا للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 117.

¹⁰ محمد سامي لزعر، التحليل المالي للقوائم وفق النظام المحاسبي دراسة حالة، رسالة ماجستير، تخصص الإدارة المالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص 95.

$$BFR_g = BFR_{ex} + BFR_{hex}$$

ت. الخزينة الصافية T_{ng} : تعتبر الخزينة المعيار الأكثر موضوعية للحكم على قدرة المؤسسة على استخدام سيولتها النقدية، لمواجهة استحقاقات الخزينة قصيرة الأجل ممثلة في موارد المؤسسة،¹¹ وتحسب بالعلاقة التالية:

$$T_{ng} = FR_{ng} - BFR_g$$

لكي يتحقق التوازن المالي حسب التحليل الوظيفي، يجب توفر هذه الشروط:¹²

- الشرط الأول: رأس المال العامل الصافي الإجمالي موجبا (أي أن $FR_{ng} > 0$)، ويتحقق هذا الشرط عندما تتمكن المؤسسة من تمويل الاستخدامات المستقرة اعتمادا على الموارد الدائمة، بمعنى آخر، ينبغي أن تعتمد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الموارد ذات الأجل المتوسط والطويل مثل: الأموال الجماعية والديون المتوسطة والطويلة الأجل وغيرها.
- الشرط الثاني: يجب أن يغطي رأس المال العامل الصافي الإجمالي الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي، أي أن $FR_{ng} > BFR$ ، فلا يكفي أن يكون رأس مال العامل موجبا فحسب، بل يجب أن يكون كافيا لتغطية احتياجات دورة الاستغلال.

- الشرط الثالث: تحقيق خزينة موجبة، أي أن $T_{ng} > 0$ ، ويتحقق هذا الشرط من خلال تحقق الشرطين السابقين. وعندها تتمكن المؤسسة من تغطية موارد الخزينة المتمثلة في الاعتمادات البنكية الجارية، من خلال استخدامات الخزينة والمتمثلة في المتاحات.

2.2. تحديد وضعيات الخزينة:

يسعى المدير المالي دائما إلى تحقيق التوازن المالي، ولتحديد وضعية الخزينة بشكل دقيق، يجب فهم جميع حالاتها المختلفة، وذلك من خلال المقارنة بين رأس المال العامل مع

¹¹ دهبية بن عبد الرحمان، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2009، رسالة ماجستير، تخصص مالية للأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص 111.

¹² الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011 ص ص

الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة الخزينة والمردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية

الاحتياج في رأس المال العامل. وبناء على هذه المقارنة، يمكن أن تتخذ الخزينة إحدى الحالات التالية:

أ. **الخزينة الصفرية:** تعبر عن الحالة المثلى للخزينة وذلك بتساوي كل من رأس المال العامل واحتياج رأس المال العامل لكن لا بد من أخذ الحذر، وبالتالي ضرورة جلب موارد جديدة من أجل تغطية احتياجاتها.¹³

ب. **الخزينة الموجبة:** تكون الموارد الدائمة أكبر من الاستخدامات المستقرة، 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 قادرة على تمويل جزء من الأصول الجارية التي قد تفوق الخصوم الجارية.

ت. **الخزينة السالبة:** يكون رأس المال العامل أقل من الاحتياج في رأس المال العامل، ما يشير إلى أن المؤسسة تعاني من عجز مالي، حيث لا تتمكن من تغطية جميع التزاماتها. ويؤدي هذا العجز إلى تكاليف إضافية، مما يجبر المؤسسة على البحث عن حلول مثل الاقتراض البنكي أو التنازل عن بعض الاستثمارات التي لا تؤثر طاقتها وسياستها الإنتاجية. ما ينتج عنه اضطراب مالي بسبب نقص السيولة وعدم القدرة على سداد الديون.¹⁴

3. سيناريوهات أو حالات أزمة الخزينة:

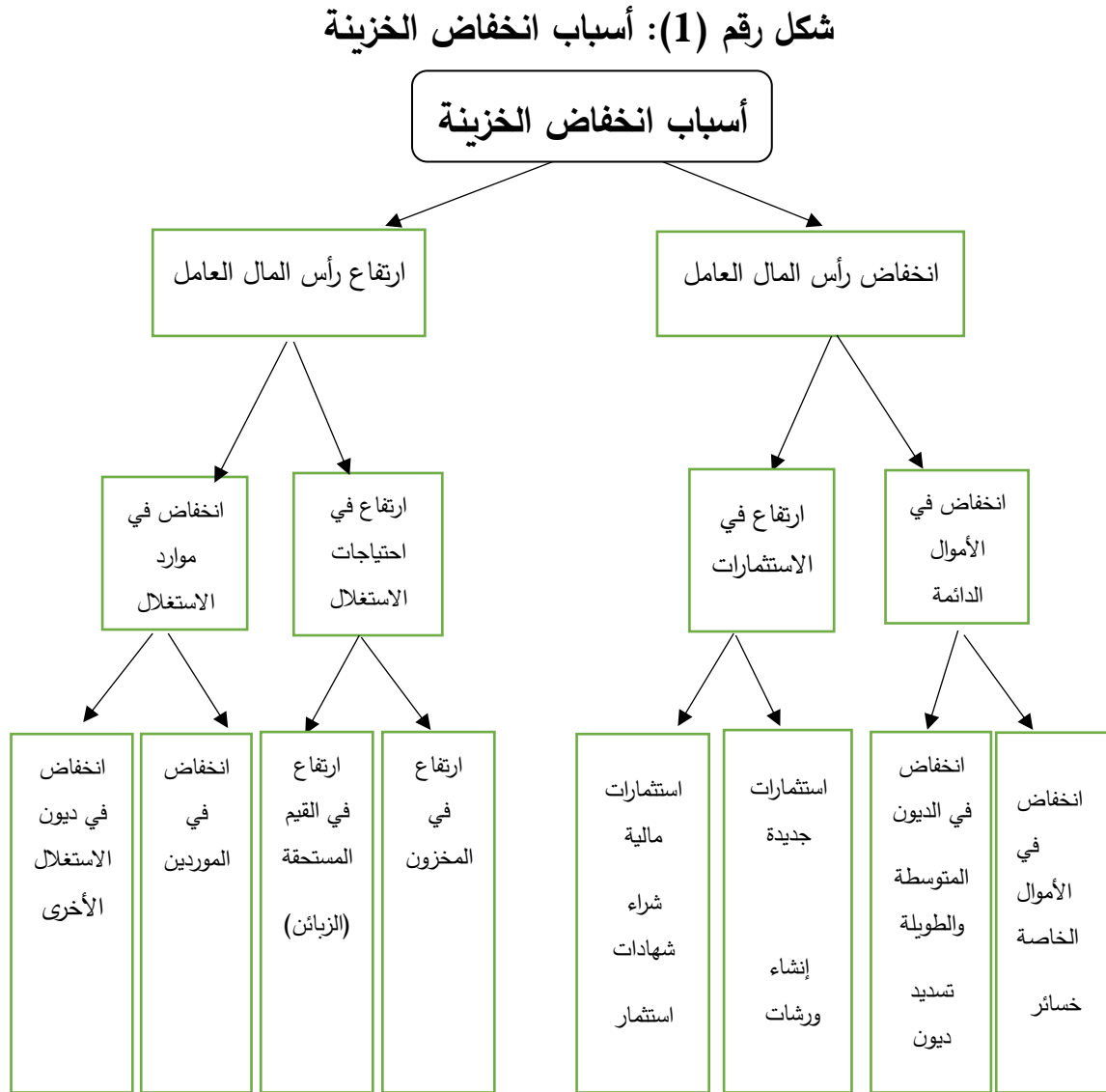
قبل التعرض لحالات أزمة الخزينة، وجب التعرف أولاً عن الأسباب التي تؤدي إلى انخفاض وتدهور الخزينة.

¹³ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1997، ص 51.

¹⁴Beatrice et Francis Grandguillot, *l'analyse financière*, 5 éditions, gualion éditeur, Paris, 2008, p122.

3. 1. أسباب انخفاض الخزينة:

تتعرض الخزينة إلى الانخفاض لأسباب متعددة وهو ما يمكن توضيحه في الشكل الموالي:¹⁵



المصدر: مليكة زغيب، ميلود بوشنكير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2017، ص 57.

¹⁵ مليكة زغيب، ميلود بوشنكير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2017، ص 56.

بعد معرفتنا للأسباب التي تؤدي إلى انخفاض خزينة المؤسسة، بإمكاننا الآن إظهار حالات أزمة الخزينة كما يلي:

2.3. حالات أزمة الخزينة: ¹⁶

أ. الأزمة الأولى: خسائر مستمرة: أدت الخسائر المستمرة إلى تدهور الأموال الخاصة، بسبب تقليص فائض رأس المال العامل ويكون الحل هنا بتحقيق مردودية كافية وإعادة تأسيس الأموال الخاصة.

ب. الأزمة الثانية: خطأ في سياسة التمويل: تكون هذه الحالة ناتجة عن استثمارات جديدة بدون الزيادة في الأموال الدائمة، ولهذا فإن رأس المال العامل الذي كان كافياً ويفوق الاحتياج في رأس المال العامل، يتدهور فجأة، ويكون الحل هنا بزيادة الأموال الخاصة أو الديون متوسطة وطويلة الأجل أو بيع الاستثمارات.

ت. الأزمة الثالثة: ارتفاع سريع في الاحتياجات من رأس المال العامل مقارنة برأس المال العامل (أزمة تنمية): وهنا يكون ارتفاع رأس المال العامل فقط بواسطة الأموال الخاصة (الأرباح)، ارتفاع سريع في النشاط بفضل منتج جيد وبيع بطريقة جيدة، مما ساهم في تعزيز رأس المال العامل. والحل هنا يكون بتخفيض في احتياج رأس المال العامل من خلال زيادة الأسعار، تقليص مهلة ائتمان الزبائن ومحاولة تمديد مهلة تسديد المورد.

ث. الأزمة للخزينة: ارتفاع كبير ومفاجئ في احتياجات الاستغلال: أو أن المؤسسة تواجه صعوبات في بيع منتجها الأمر الذي أدى إلى ارتفاع في المخزون وتمديد مهلة ائتمان الزبائن لإقناعهم بالشراء ويكون الحل هنا بمحاولة تقليص مدة التخزين والزبائن والتفكير في مستقبل المنتج.

ج. الأزمة الرابعة للخزينة: انخفاض في النشاط متزامن مع خسائر مستمرة: إن انخفاض النشاط أدى إلى انخفاض رأس مال عامل وكذا إلى تحقيق خسائر وبالتالي تدهور الأموال الخاصة. ويكون الحل بتحقيق مردودية كافية، إعادة تأسيس الأموال الخاصة وتخفيض احتياج رأس المال العامل بالموازاة مع تخفيض النشاط.

¹⁶ نفس المرجع، ص 58-60.

المطلب الثاني: إدارة الخزينة في المؤسسة

تسعى المؤسسة من خلال إدارة خزينتها إلى التسيير الأمثل لاستثماراتها وتقليل التكاليف المتعلقة بها وضمان عدم انقطاع الدفع.... الخ، هذه الأهداف تسمح للمؤسسة بالحفاظ على سمعتها في الوسط المالي وعند مختلف المتعاملين معها.

1. مفهوم وأهداف إدارة الخزينة:

تعد إدارة الخزينة من أهم وأدق الوظائف، فهي تمثل العنصر الأساسي للمؤسسة، حيث تمثل مجموع القرارات والقواعد والإجراءات التي تسمح بضمان التوازن المالي للمؤسسة بأقل تكلفة. تتضمن إدارة الخزينة الإدارة الاستباقية لسيولة المؤسسات، وأنشطة أسواق رأس المال، والمخاطر المالية. وتسعى إلى تحسين التدفقات النقدية، وضمان الوصول إلى التمويل، وإدارة المخاطر المالية، والامتثال للمتطلبات التنظيمية لدعم الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة.

1.1. مفهوم إدارة الخزينة:

توجد العديد من التعريف التي تناول إدارة الخزينة ومنها:

❖ التعريف الأول: هي إحكام الرقابة على الموجود من النقد لدى المؤسسة وتخطيط الاحتياجات المستقبلية منه ضمانا لتوفيره في وقت الحاجة إليه وضمانا لكفاءة استخدامه بشكل يوازن بين هدفي الربحية والسيولة.¹⁷

❖ التعريف الثاني: تركز على القرارات المتعلقة بكمية وأنواع الأصول التي يجب الحصول عليها، وكيفية جمع رأس المال اللازم لشراء الأصول، وكيفية إدارة المؤسسة لتعظيم قيمتها. تُعتبر إدارة الخزينة جزءاً أساسياً من هذه الوظيفة، حيث تتدرج ضمن مسؤوليات المدير المالي الذي يتولى المحاسبة، المالية، سياسة الائتمان، القرارات المتعلقة بالحصول على الأصول، وعلاقات المستثمرين.¹⁸

وعليه، يمكن تعريف إدارة الخزينة على أنها العملية التي تُعنى بشكل خاص بإدارة التدفقات النقدية والسيولة النقدية للمؤسسة لضمان توفر الأموال اللازمة للعمليات اليومية، مع المساهمة في تعظيم قيمة المؤسسة من خلال الإدارة الفعالة للأصول والالتزامات المالية.

¹⁷ مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 249.

¹⁸Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management**, cengage learning, Boston, 2019, p46.

2.1. أهداف إدارة الخزينة: ¹⁹

أصبح من المألوف النظر إلى النقدية على أنها نظام يقوم على العلاقات بين المؤسسات والبنوك وكذلك بين الوحدات أو الفروع الخاصة بالمؤسسة والإدارة المالية. وتتمثل الأهداف الأساسية لإدارة النقدية فيما يلي:

- ✓ الرقابة على التدفقات النقدية؛
- ✓ تعظيم مصادر واستخدامات النقدية؛
- ✓ الحفاظ على السيولة داخل المؤسسة سواء بالاعتماد على المصادر الداخلية أو الخارجية؛
- ✓ إدارة عمليات الاقتراض الخارجي قصير الأجل .

ومن خلال تعظيم مصادر واستخدامات الأموال الخاصة فيما يتعلق بتدنية المدفوعات فإنه يمكن تحسين عملية إدارة النقدية. فمن خلال استخدام أساليب المدفوعات مثل الأرصدة الصفرية داخل البنوك، مراقبة المدفوعات، أو وقت تستطيع المؤسسات تدنية الأرصدة الخاصة بأوراق الدفع أو الأجور داخل البنوك أقل حد ممكن.

إذا فالهدف الرئيسي لإدارة الخزينة هو تقليل مخاطر السيولة على المؤسسة، ويمكن تفصيل هذا الهدف على النحو التالي: ²⁰

- أ. **مواجهة الاحتياطات النقدية:** ويتم ذلك من خلال:
 - إعداد التنبؤات للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة؛
 - توفير التمويل للاحتياطات المتوقعة وغير المتوقعة.
- ب. **تقليل الاحتياطات النقدية:** بالعمل على:
 - تقليل تسرب النقد من المؤسسة؛
 - الإسراع في تحصيل ديون المؤسسة؛

¹⁹ محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، دار الاعصار العملي للنشر والتوزيع ومكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص ص412، 413.

²⁰ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص 187، 188.

- التأخير في دفع المستحقات على المؤسسة إلى أقصى حد ممكن ممسوح به من قبل الدائنين دونما إضرار بسمعة المؤسسة الائتمانية.
- ت. تقليل كلفة النقد: يكون من خلال:
 - تقليل الحاجة إلى النقد؛
 - الاقتراض بأفضل الشروط الممكنة؛
 - البحث عن أفضل الفرض الاستثمار لفوائض النقدية؛
 - تقادي الخسائر التي تتجم عن الدخول أو التزامات بالعملة الأجنبية التي قد تنتج عن التغير في أسعار الصرف.

ث. تسهيل عملية إعداد الميزانية وحساب النتيجة التقديرية: حيث يمكن تقدير مردودية المؤسسة بعد إعداد الموازنة التقديرية وجدول حسابات النتائج.²¹

2. العوامل المؤثرة في إدارة الخزينة:²²

تتأثر التدفقات النقدية للمؤسسة، وبالتالي وظيفة إدارة الخزينة، بعدة عوامل رئيسية، فالإجراءات الإدارية، جنباً إلى جنب مع الوضع الاقتصادي، والضرائب، والظروف السياسية، تؤثر على مستوى التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة ومخاطرها. وبناءً على هذا، يمكن تلخيص العوامل المؤثرة في إدارة الخزينة (من حيث تأثيرها على التدفقات النقدية) كالتالي:

أ. الإجراءات الإدارية: تشمل القرارات المتعلقة بالإنتاج، التسويق، التسعير، وسياسات الاستثمار. فالقرارات الإدارية التي تؤثر على الأرباح أو تكلفة التمويل لها تأثير مباشر على التدفقات النقدية للمؤسسة.

ب. الوضع الاقتصادي: تؤثر الظروف الاقتصادية العامة على حجم التدفقات النقدية ومخاطرها، فعلى سبيل المثال، التباطؤ أو التحسن في الاقتصاد يمكن أن يؤثر على المبيعات وبالتالي على التدفقات النقدية الداخلة.

ت. الضرائب: تُعد عاملاً حاسماً يؤثر على صافي التدفقات النقدية بعد الضريبة، وبالتالي على القرارات المالية وقيمة المؤسسة.

²¹ عبد الحليم كراجة، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر، عمان، 2004، ص 68.

²²Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, opcit, p51.

ث. الظروف السياسية: يمكن أن تؤثر السياسات الحكومية والتغيرات التنظيمية على بيئة الأعمال وتوقعات التدفقات النقدية ومخاطرها.

3. أساليب رفع كفاءة إدارة الخزينة:

تعد إدارة الخزينة من الجوانب الحيوية في الإدارة المالية لأي مؤسسة، وتهدف لضمان توفر النقد الكافي للوفاء بالالتزامات الجارية مع تقليل الفائض غير المستخدم. ونقاس كفاءة إدارة الخزينة بمدى نجاحها في تخفيض الرصيد النقدي دون التأثير عكسياً على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، وتتخذ في ذلك العديد من الإجراءات والأساليب والتي نوجزها في الآتي:

3. 1. إعداد الموازنة التقديرية للنقدية:

تعتبر موازنة النقدية أو الخزينة من الموازنات الهامة كونها تعمل على إظهار موقف السيولة النقدية المتوقعة قبل البدء في التنفيذ، وإظهار مدى الحاجة إلى المزيد من التمويل، كما أنها تساعد في وضع أسس للرقابة على مصادر تدفق النقدية وأوجه استخدامها.

أ. مفهوم ميزانية النقدية ومتطلباتها: تعبر موازنة الخزينة عن أداة تستخدم كورقة عمل لإظهار التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، بالإضافة إلى الأرصدة النقدية خلال فترة زمنية معينة، كما تعد وسيلة تساعد المدير المالي في تخطيط استخدام النقد ومراقبته.²³ وهي أداة تستخدم للتخطيط المالي على المدى القصير، تسمح بتحديد احتياجات التمويل في المدى القصير إلى جانب تحديد فرص توظيف الأموال، كما تعتبر وسيلة لتقدير المصادر والاستثمارات المستقبلية للنقدية.²⁴

وتصور لنا مكونات المقبوضات والمدفوعات وأوقات القبض والدفع مما يسمح للمؤسسة معرفة مقدار السيولة النقدية المتوقع الحصول عليها في فترة معينة، بما يسمح لها على تحديد موقفها اتجاه التزاماتها، ففي حالة تكون مدفوعاتها تفوق مقبوضاتها فهذا يعني أن المؤسسة غير قادرة على مواجهة التزاماتها المستحقة مما يستوجب عليها البحث على مصادر للتمويل، أما في الحالة العكسية فيعني أنها حققت وفورات في السيولة النقدية.

²³ عدنان نايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص

²⁴ Stephen. A.ROSS et autres, *Finance corporate*,dunod, Paris, 2005, p915.

ب. أهداف الموازنة النقدية: إن إعداد الموازنة النقدية يحقق جملة من الأهداف من أبرزها:²⁵

- تقدير خطر عدم السيولة؛
- مفاوضة التمويلات قصيرة الأجل؛
- التنبؤ باستعمال جيد لفائض الخزينة؛
- تسهيل إعداد الميزانية وحساب النتيجة التقديرية؛
- مساعدة إدارة المؤسسة على اتخاذ الإجراءات اللازمة للحصول على الأموال التي تحتاجها وفي الأوقات المناسبة وبأحسن الشروط وبأقل التكاليف لتستطيع مواجهة التزاماتها عند استحقاقها؛

• مساعدة الإدارة على استغلال السيولة النقدية في حالة تحقيق فائض نقدي والتفكير في كيفية استثماره وعدم تركه مجمداً. إذا أرادت المؤسسة أن تحظى باحترام وثقة المتعاملين معها، والمحافظة على سمعتها في الوسط المالي والتجاري، عند المتعاملين معها من زبائن وموردين ومقرضين، عليها أن تعمل كل ما في وسعها حتى تستطيع تسديد ما عليها من التزامات تجاه الغير حين يصل موعد استحقاقها.

3. 2. مراقبة التدفقات النقدية:²⁶

يهدف هذا الأسلوب إلى تحقيق التوازن بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، بحيث تحتفظ المؤسسة بحد أدنى من الأرصدة النقدية يكفي لتغطية احتياجاتها المالية. ونظراً لتعدد مصادر الإيرادات وأوجه الانفاق، خاصة لدى المؤسسات التي تمتلك فروعاً متعددة محلياً ودولياً، فإن وجود نظام فعال لإدارة عمليات التحصيل والدفع يعد أمراً ضرورياً. ويساعد هذا النظام في تتبع حركة الأموال داخل المؤسسة وخارجها، مما يضمن رقابة دقيقة على التدفقات النقدية. ويتم ذلك من خلال:

أ. **تعزيز عملية تحصيل الحسابات المدينة:** حيث لابد من تحصيل الحسابات المدينة بسرعة أكبر، مما يؤدي إلى زيادة سرعة التدفقات النقدية الداخلة للمؤسسة، ويحسن كفاءة تسيير الخزينة ولتعزيز عملية التحصيل يتم استخدام عدة أساليب منها:

²⁵ أحمد توفيق، إدارة الأعمال (مدخل وظيفي)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 133.

²⁶ عبد الله السنفي، الإدارة المالية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، 2013، ص 285.

- الصندوق المقل: يعتمد هذا النظام على تخصيص صناديق بريدية لتحصيل الأموال بدلا من مراكز الإدارة، حيث يقوم البنك بجمع المبالغ المودعة يوميا وإيداعها في حساب المؤسسة، مع إرسال كشف الكتروني بالتحصيلات.
- الديون المسبقة التفويض: تتيح هذه الطريقة تحويل الأموال تلقائيا من حساب العميل إلى حساب المؤسسة في التواريخ المحددة، لكونها تتم بدون استخدام الشيكات الورقية التقليدية. وهذه الطريقة تسرع عملية تحويل الأموال لأنها تؤدي إلى تجنب الحاجة إلى وقت الإرسال في البريد وتسوية الشيكات.²⁷
- التركيز البنكي: من خلال اعتماد بنك كبير وتوجيه الأموال إليه من بنوك الإيداع المحلية التي تقوم بجمع الشيكات من الصناديق المقللة السالف ذكرها أو الأموال التي تودع فيه مباشرة لحساب المؤسسة.
- شيك التحويل الإيداعي: يعد من أحدث طرق تحويل الأموال، ويعرف بالتحويل الإيداعي الالكتروني، حيث يعتمد على شبكات الاتصال الالكترونية التي تتيح إرسال البيانات بين البنوك بدقة، مما يقلل الحاجة إلى استخدام الشيكات الورقية، ويسرع عمليات التحصيل المالي وسرعة تدفقها إلى داخل المؤسسة.
- ب. الإبطاء في عملية الدفع: يساعد التأخير في الدفع في الحفاظ على الحد الأدنى من الأرصدة النقدية المتاحة، دون التأثير على سمعة المؤسسة. وتشمل هذه الأساليب:
- الصرف المركزي: يتم من خلاله تنفيذ جميع عمليات الدفع من الحساب الرئيسي للمؤسسة ومن حساب موحد، ويتميز هذا الأسلوب بالاستفادة من الفارق الزمني بين تحرير طلب الحصول على النقدية وإتمام عملية الدفع .
- تجنب الدفع المبكر: ويعني أن تدفع المؤسسة التزاماتها للموردين في آخر فرصة ممكنة.
- استخدام الشيكات كوسيلة للدفع: يوفر هذا الأسلوب فرصة للاستفادة من النقدية لعدة أيام إضافية.

²⁷ نفس المرجع، ص 285.

3.3. التحوط ضد المخاطر:

يتحدد الحد الأدنى من النقدية الواجب الاحتفاظ به بمدى توافر الموارد الأخرى للتمويل التي تستطيع المؤسسة الحصول عليها في مدة قصيرة، نتيجة لما تتمتع به من مركز وسمعة ائتمانية، الأمر الذي يقلل من احتياج المؤسسة لرصيد كبير من النقدية، أي تمويل جزء من مشكلة المؤسسة بالأموال الضرورية في حال تعرضها لعجز معين.²⁸ وقد تم وضع العديد من النماذج الرياضية التي تستخدم في تحديد الحجم المثل من النقدية الواجب الاحتفاظ به، ومن أشهرها:

أ. نموذج **Baumol لإدارة النقد**: يعد نموذجاً لتحديد المستوى الأمثل للنقد الذي يجب أن تحتفظ به المؤسسات لتغطية نفقاتها مع تقليل تكاليف المعاملات،²⁹ حيث تسحب المؤسسة النقد عند الحاجة بدلاً من الاحتفاظ به بكميات كبيرة. عندما ينخفض الرصيد النقدي إلى الصفر، تقوم المؤسسة بتحويل مبلغ ثابت من الاستثمارات إلى النقد. ويحسب وفق العلاقة الآتية:

$$C^* = \sqrt{\frac{2BT}{R}}$$

حيث أن:

C^* : المستوى الأمثل للنقد

B : تكلفة كل معاملة تحويل

T : إجمالي احتياجات النقد خلال الفترة

R : معدل الفائدة على الأصول السائلة

ويمكن إبراز أهم مميزات هذا النموذج في:

- يفترض تدفقات نقدية منتظمة؛
- يوازن بين تكلفة الفرصة البديلة للنقد المحتفظ به وتكلفة المعاملات؛
- مناسب للمؤسسات ذات التدفقات النقدية المستقرة؛

²⁸ محمد موسى لفتة العربي، رشيد عباس الجزراوي، إدارة رؤوس الأموال وأثرها على تشغيل المنشأة، مركز الكتاب العربي الأكاديمي، عمان، 2015، ص 51.

²⁹ Baumol, W. J, **The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach**, the quarterly journal of economics, Boston, 1952, p545-556.

الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة الخزينة والمردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية

- يساعد النموذج في تحديد الكمية المثلى من النقد التي يجب الاحتفاظ بها، ومتى يجب تحويل الأوراق المالية إلى نقد لتحقيق التوازن بين التكاليف.
- ب. نموذج **Miller and Orr**³⁰: يعتبر نموذج لإدارة النقد ويستخدم لتحديد الحدود المثلى للرصيد النقدي الذي تحتفظ به المؤسسات لمواجهة التقلبات اليومية في التدفقات النقدية، إذ يقترح أن المؤسسة يجب أن تحتفظ برصيد نقدي ضمن نطاق معين بين حد أعلى وحد أدنى، فعندما يصل الرصيد النقدي إلى الحد الأعلى، تقوم المؤسسة باستثمار الفائض في أصول مربحة (مثل الأوراق المالية). وعندما ينخفض الرصيد النقدي إلى الحد الأدنى، تقوم المؤسسة ببيع هذه الأصول أو الاقتراض لإعادة الرصيد إلى مستوى مستهدف. ويتكون النموذج من:
 - الحد الأدنى (Lower Limit): وهو أقل مستوى يجب أن يحتفظ به الحساب النقدي لتجنب المخاطر.
 - الحد الأعلى (Upper Limit): وهو الحد الأقصى الذي عند تجاوزه يتم استثمار الفائض.
 - المستوى المستهدف (Target Cash Balance): وهو المستوى الذي يجب إعادة الرصيد النقدي إليه عندما يصل إلى الحد الأدنى أو الحد الأعلى.ويستخدم النموذج معادلات إحصائية تعتمد على التقلبات النقدية اليومية، وتكاليف التحويل، وأسعار الفائدة لتحديد الحدود المثلى. الحد الأعلى يُحسب على النحو التالي:

$$H = 3Z - 2L$$

حيث:

H : الحد الأعلى

Z : المستوى المستهدف

L : الحد الأدنى

ويمكن حساب المستوى المستهدف Z من خلال المعادلة:

$$Z = \sqrt{\frac{3 \times b \times \sigma^2}{4 \times r}}$$

حيث:

³⁰ Miller, M. H., Orr, A model of the demand for money by firms, quarterly journal of economics, Boston, 1966, p 413-435.

b : تكلفة كل معاملة تحويل

σ^2 : تباين التدفق النقدي اليومي

r = معدل الفائدة على الأوراق المالية

يساعد في تقليل تكاليف الاحتفاظ بالنقدية الزائدة أو الحاجة إلى الاقتراض يوفر توازناً بين السيولة والربحية من خلال استثمار الفائض النقدي مناسب للمؤسسات التي تواجه تدفقات نقدية غير متوقعة.

ت. الفرق بين النموذجين: يفترض نموذج **Baumol** أن التدفقات النقدية ثابتة ويمكن التنبؤ بها، في حين أن نموذج **Miller and Orr** يأخذ بعين الاعتبار عدم اليقين في التدفقات النقدية اليومية، لذا فهو أكثر واقعية للمؤسسات التي تواجه تدفقات نقدية غير منتظمة.

4.3. الاستثمارات القصيرة الأجل:

قد يتضح من الموازنة التقديرية للنقدية أن للمؤسسة أموالاً فائضة، فتعمل الإدارة المالية على تحديد هل هذه الأموال الفائضة بشكل دائم أم مؤقت.³¹

وفي ضوء ذلك تعمل على دراسة إمكانية ومجالات استخدام هذه الأموال الفائضة سواء في شكل دائم أم مؤقت، حيث يختلف مجال الاستثمار في كل حالة. ومن المجالات المستهدفة لاستثمار الفوائض المالية الأوراق المالية الرائدة، حيث تحتفظ المؤسسات بالاستثمارات القصيرة الأجل لأسباب مماثلة لتلك التي تدفعها للاحتفاظ بالنقدية، حيث تفضل المؤسسات الاستثمارات القصيرة الأجل ولو كانت بسيطة عوض الاحتفاظ بالنقدية بسبب:

• الاستثمارات القصيرة الأجل خاصة الأوراق المالية لا تمثل نقدية، بيد أنه يمكن تحويلها

إلى نقدية في فترة وجيزة؛

• لا تدر النقدية المجمدة أي عوائد مالية على عكس الأوراق المالية الرائدة والتي تولد عوائد مقبولة.

وللحكم على وضعية الخزينة في المؤسسة، يتم الاعتماد على الكثير من الأساليب ومنها خاصة المؤشرات أو النسب المالية وجدول تدفقات الخزينة.

أ. المؤشرات أو النسب المالية: تتغير خزينة المؤسسة من دورة مالية إلى أخرى، ولمتابعة هذه التغيرات وفهمها، لابد من دراسة الخزينة باستخدام بعض المؤشرات التي تكشف عن

³¹ محمد موسى لفقة العربي، رشيد عباس الجزراوي، مرجع سبق ذكره، ص 62.

الضغوطات التي تواجهها.³² حيث تشير السيولة إلى قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها الجارية عندما يحين ميعاد استحقاقها، أي أن الأصول تتحول إلى نقدية وتستخدم النقدية بدورها في سداد التزاماتها قصيرة الأجل³³، ومن أبرز هذه المؤشرات نذكر:

➤ نسبة سيولة الأصول: تظهر هذه النسبة طبيعة نشاط المؤسسة، وتحسب وفق العلاقة:

$$\text{نسبة سيولة الأصول} = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{مجموع الأصول}}$$

تظهر النسبة الكثافة الرأسمالية، فكلما كانت أكبر من 0.5 يعني أن الأصول الجارية أكبر من الأصول غير الجارية، كما تظهر أن طبيعة المؤسسة تجارية والعكس فإذا انخفضت فالمؤسسة صناعية.

➤ نسبة السيولة (الخزينة) العامة: تعرف أيضا بنسبة التداول، وتظهر قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل بالاعتماد على الأصول الجارية، هذه النسبة يجب ألا تقل عن "1" و³⁴ كل نسبة تزيد عن ذلك تعتبر هامش أمان بالنسبة للمؤسسة، أما انخفاضها يدل على وجود مشكلة في التدفقات النقدية مما قد يؤدي إلى عسر مالي يتبعه في كثير من الحالات إفلاس المؤسسة.. وتحسب وفق العلاقة:

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الموارد الجارية}}$$

➤ نسبة السيولة (الخزينة) السريعة: وتدعى أيضا بالمختصرة، وتعتبر من النسب الهامة والكاشفة لوضعية المؤسسة وإمكانية التسديد للديون قصيرة الأجل، وتظهر قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها باستخدام الأصول الجارية سهلة التحويل إلى نقدية واستبعاد عنصر المخزونات نظرا لمشاكلها المختلفة كفقْدان القيمة، طول فترة التسويق، التلف.....

³² خميسي شبيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومه للنشر، الجزائر، 2013، ص 94.

³³ سعد صادق بحيري، إدارة توازن الأداء، دار نشر الثقافة، الإسكندرية، 2004، ص 295.

³⁴ عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 88.

الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة الخزينة والمردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية

فحسب المعايير البنكية فإن أفضلها يكون بين [0.5 – 0.6]، حيث إذا كانت هذه النسبة تساوي الواحد أو أكبر منه فإن المخزون غير ممول عن طريق الديون قصيرة الأجل.³⁵ وتحسب وفق العلاقة:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول الجارية ماعدا المخزونات}}{\text{الموارد الجارية}}$$

➤ نسبة السيولة (الخزينة) الجاهزة: وتعرف أيضا بنسبة (نسبة النقد)، وتقيس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل متى استحققت الدفع، وتحسب وفق العلاقة:

$$\text{نسبة السيولة الجاهزة} = \frac{\text{استخدامات الخزينة}}{\text{الموارد الجارية}}$$

تبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تسديد الالتزامات قصيرة الأجل اعتمادا فقط على السيولة الجاهزة لديها دون الحاجة إلى تحويل أي من الأصول الأخرى إلى نقدية، ويجب ألا تكون أكبر من (0.25).

ب. جدول تدفقات الخزينة: يعرف على أنه عبارة عن جدول يوضح لنا مدفوعات ومقبوضات مؤسسة ما خلال فترة زمنية معينة، ويختلف هذا الجدول عن باقي الجداول المالية الأخرى لأنه يساعد المؤسسة في تقييم مدى قدرتها على توليد الأموال في الحاضر والتنبؤ بالمستقبل.³⁶

وتتجلى أهمية إعداد جدول تدفقات الخزينة في تحقيق مجموعة من الأهداف الأساسية، والتي تشمل ما يلي:³⁷

- توضيح أسباب التغير في النقدية خلال الفترة المالية؛
- الإفصاح عن العمليات الاستثمارية والتمويلية غير النقدية، والتي لا تؤثر مباشرة على التدفقات النقدية لهذه الأنشطة؛

³⁵ عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، قياس وتقييم (دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل، بسكرة)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2002، ص 65.

³⁶ فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 40.

³⁷ حماد طارق عبد العال، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان، الدار الجامعية الجديدة للنشر، القاهرة،

2006، ص 176.

- استكمال الصورة الشاملة لنتائج عمليات المؤسسة خلال الفترة المالية، مما يساهم في تعزيز ثقة الجهات المستفيدة بشكل أكبر، ويساعدها في اتخاذ القرارات المتعلقة بناء بالمؤسسة؛

- توضيح مساهمة كل وظيفة في تغير الخزينة؛
- المساعدة في تتبع تطور التمويل الخارجي، ويعكس قدرة المؤسسة على تمويل استثماراتها من خلال تدفقات الخزينة للاستغلال.

يتمثل بناء جدول تدفقات الخزينة في تحليل الموارد والاستخدامات وفقا للوظائف الرئيسية، وهي الاستثمار، التمويل، والاستغلال.³⁸

وتقدم هذه التدفقات إما بطريقة غير مباشرة أو بطريقة مباشرة كما يلي:

➤ جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة غير المباشرة: تم تبني هذا النموذج من قبل النظام المالي المحاسبي الجزائري والذي يوصف من قبل بعض المحللين الماليين أنه مثالي إلى حد ما لدراسة تدفقات الخزينة بتمثيل إيرادات ونفقات المؤسسة لدورة معينة من خلال تقسيمها حسب الوظائف الأساسية للنشاط أي كل من الاستغلال، الاستثمار، التمويل.³⁹

³⁸قاسم محسن الحبيطي، زياد هاشم يحيى، تحليل ومناقشة القوائم المالية، الدار النموذجية للطباعة والنشر، بيروت، 2011، ص158.

³⁹إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص ص 201، 202.

الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة الخزينة والمردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية

جدول رقم (1): جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة غير المباشرة وفق النظام المالي المحاسبي الجزائري

البيان	ملاحظة	N	1+N
تدفقات الخزينة المتأتية من الأنشطة العملية (الاستغلال)			
صافي نتيجة السنة المالية			
تصحيحات من أجل:			
+ الاهتلاكات والأرصدة			
+ تغير الضرائب المؤجلة			
- تغير المخزونات			
- تغير العملاء والحسابات الدائنة الأخرى			
+ تغير الموردين والديون الأخرى			
+/- نقص أو زيادة قيمة التنازل الصافية من الضرائب			
= تدفقات الخزينة الناتجة عن النشاط.....(أ)			
تدفقات الخزينة المتأتية من عمليات الاستثمار			
- مسحوبات من اقتناء تثبيات			
+ تحصيلات التنازل عن تثبيات			
+ / - تأثير تغيرات محيط الإدماج (1)			
= تدفقات الخزينة المرتبطة بعمليات الاستثمار (ب)			
تدفقات الخزينة المتأتية من عمليات التمويل			
- الحصص المدفوعة للمساهمين (أو الأرباح الموزعة)			
+ زيادة رأس المال النقدي (النقدية)			
+ اصدار قروض (أو سندات)			
- تسديد قروض			
= تدفقات الخزينة المرتبطة بعمليات التمويل.....(ت)			
التغير في تدفقات الخزينة للفترة (أ + ب + ت)			

الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة الخزينة والمردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية

			تدفقات الخزينة عند الافتتاح
			تدفقات الخزينة عند الاقفال
			تأثير تغيرات سعر الصرف (1)
			التغير في تدفقات الخزينة

(1) لا يستعمل إلا في تقديم الكشوف المالية المدمجة

المصدر: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، رقم 25 مارس 2009، ص 36.

➤ جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة: يركز هذا النموذج على دورتي الاستغلال والاستثمار، إذ يتوجب على المؤسسة توليد الفوائض اعتمادا على دورة الاستغلال واعتبار دورتي الاستدانة والتمويل ملجأ استثنائي يتم اللجوء إليه فقط في حال عدم تمكن النشاط من تمويل نفسه ذاتيا. ويمكن استعماله في المؤسسات التي تنشط في الاقتصاديات غير الرأسمالية والتي تتميز بشح الموارد المالية وقلة الاستثمار، ويمكن توضيحه من خلال الجدول أدناه:

جدول رقم (2): جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة وفق النظام المالي المحاسبي الجزائري

البيان	ملاحظة	N	1+N
تدفقات الخزينة المتأتية من الأنشطة العملية (الاستغلال)			
التحصيلات المقبوضة من العملاء			
- النفقات المدفوعة للموردين والمستخدمين			
- الفوائد والمصاريف المالية الأخرى المدفوعة			
- الضرائب على النتائج المدفوعة			
= تدفقات الخزينة قبل العناصر غير العادية			
+ تدفقات الخزينة المرتبطة بالعناصر غير العادية (يجب توضيحها)			
= تدفقات الخزينة الناتجة المتأتية من عمليات الاستغلال.....(أ)			

الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة الخزينة والمردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية

			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار - المسحوبات عن اقتناء تشييدات عينية أو معنوية + التحصيلات عن عمليات التنازل عن تشييدات عينية أو معنوية - المسحوبات عن اقتناء تشييدات مالية + التحصيلات عن عمليات التنازل عن تشييدات مالية + الفوائد التي تم تحصيلها عن التوظيفات المالية + الحصص والأقساط المقبوضة من النتائج المستلمة
			= صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من عمليات الاستثمار (ب)
			تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل التحصيلات في أعقاب إصدار أسهم - الحصص وغيرها من التوزيعات التي تم القيام بها + التحصيلات المتأتية من القروض - تسديدات القروض أو الديون الأخرى المماثلة
			= صافي تدفقات الخزينة المرتبطة بأنشطة التمويل.....(ت)
			+ / - تأثير تغيرات سعر الصرف على الخزينة
			= التغير في تدفقات الخزينة للفترة (أ + ب + ت)
			تدفقات الخزينة ومعادلاتها عند افتتاح السنة المالية تدفقات الخزينة ومعادلاتها عند اقفال السنة المالية التغير في تدفقات الخزينة خلال الفترة المقاربة مع النتيجة المحاسبية

المصدر: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، رقم 25 مارس 2009، ص35.

4. تقييم إدارة الخزينة:

تبين لنا من أهداف إدارة الخزينة أن الغاية الرئيسية المرجوة من الإدارة الفعالة الأمثل لها يتمثل في تحديد المقدار الملائم من النقد تحت تصرف المؤسسة والذي يوفق بين هدي

الربحية والسيولة، حتى يتسنى لها مجابهة احتياجاتها قصيرة الأجل من جهة، واستخدام باقي النقد في عمليات الاستغلال لتحقيق عوائد إضافية. فارتفاع رصيد الخزينة يمثل القوة المالية للمؤسسة، لكن التماذي في ذلك يؤدي إلى التوقف التدريجي لتلك القوة ويؤدي بها إلى فقدان فرص تحقيق الربح، فالمدير أمام وضعيتين؛ الأولى، أن زيادة السيولة تسهل تسديد المستحقات بسرعة كتحقيق الوفر من المشتريات بالاستفادة من الخصم النقدي عند شراء كميات كبيرة بدفع فوري، أو مواجهة الوضعيات الطارئة غير المتوقعة والتي تتطلب دفعا نقديا، بالإضافة إلى تدعيم السمعة الائتمانية للمؤسسة، لكنها تؤدي إلى تجميد سيولة عوض توظيفها للحصول على أرباح مستقبلية والثانية، أن توجيه السيولة إلى الاستخدامات الإنتاجية المتمثلة في التوظيفات قصيرة الأجل للسيولة النقدية في المؤسسة يرفع من مستوى الربح المستقبلي وقد يصل إلى حد ضياع السيولة الآنية فيتسبب في ضياع فرص أمام المؤسسة كالخصومات النقدية من الموردين.

4. 1. أسباب الاحتفاظ بالنقدية:⁴⁰

توجد العديد من الأسباب للاحتفاظ بالنقدية في المؤسسة من أهمها:⁴¹

- حافز المضاربة؛
- حافز للحالات الطارئة؛
- حافز للعمليات.

إلى جانب الحوافز الثلاثة للاحتفاظ بالنقدية، فإن الإدارة السليمة لرأس المال العامل تتطلب أيضاً الاحتفاظ بكمية مناسبة فيه، لتحقيق مجموعة من المزايا، فعندما تقوم المؤسسة بالاحتفاظ بالأرصدة السائلة على شكل نقد في الصندوق أو ودائع تحت الطلب في البنك، أو أوراق مالية قصيرة الأجل، فإن ذلك يعتبر عملية استثمار لأموال المؤسسة. ولأجل تحديد مستوى الاستثمار الأمثل في هذا النوع من الأصول السائلة، فإنه يجب على المدير المالي تحليل التكاليف والمنافع الناتجة عنه والموازنة فيما بينها، فالاحتفاظ بنسبة أكبر من الحاجة أو انخفاضها قد

⁴⁰ محمود عزت اللحام، مرجع سبق ذكره، ص ص 409 411.

⁴¹ Abdessamad Raghibi, Cuong Nguyen Thanh, Lahsen Oubdi, **Optimal level, partial speed of adjustment and determinants of corporate cash holding: evidence from Mena countries**, national school of business and management (encg), ibn zohr university, Rabat, 2021, p13.

يرتب تكاليف على المؤسسة. ويمكننا التمييز بين نوعين من التكاليف التي تنجم عن الاحتفاظ بالسيولة النقدية:

أ. **تكاليف الاحتفاظ بالنقد والتكلفة البديلة:** هذا النوع من التكاليف يزداد مع زيادة الرصيد النقدي المتاح للمؤسسة، فتكلفة الاحتفاظ بالنقدية تأتي من قيمة الفائدة المدفوعة على الأرصدة النقدية الممولة بالدين، أما فيما يتعلق بتكلفة الفرصة البديلة فهي قيمة المبالغ التي كان من الممكن للمؤسسة أن تربحها جراء استثمار النقدية في الاستثمارات القصيرة الأجل والتي تخسرهما المؤسسة من جراء الاحتفاظ بنقد أكثر من الحاجة إليه.

ب. **التكاليف التي تنقص مع زيادة الرصيد النقدي المتاح:** إذ تعد تكلفة المبادلات التي تتحملها المؤسسة كلما قامت بتحويل الاستثمارات المالية إلى نقدية.

4. 2. مشاكل إدارة الخزينة:

الإدارة الفعالة للخزينة عبارة عن مجموعة من القرارات والإجراءات والأساليب التي يتخذها المدير لتفادي الوقوع في أحد مشاكل الخزينة والمتمثلة في:⁴²

أ. **مشكلة المردودية:** إن تحديد المستوى الإجمالي للخزينة يتطلب المقارنة بين تكلفة التمويل قصير الأجل للمؤسسة ومردودية الأموال المستثمرة، ولذلك يجب تخفيض هذه الأموال إلى أقصى حد ممكن، أو بمعنى آخر يكون مستوى الخزينة قريباً من الصفر، فالخزينة المعدومة تؤدي إلى الاختلالات أثناء الدورة، غير أنه من المؤكد أن اللجوء إلى قروض قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات الدائمة، وهذه الحالة تواجهها بعض المؤسسات التي يكون فيه رأس المال العامل ثابتاً نسبياً في الوقت الذي يكون فيه مستوى النشاط في ارتفاع.

ب. **مشكلة المخاطر:** إن مستوى الخزينة يرتبط بدرجة من المخاطر التي تكون المؤسسة مستعدة لتحملها، ولتفادي هذه المخاطر تضطر المؤسسة الاحتفاظ بهامش أمان، ولكن يصعب على المؤسسة تقدير هذه المخاطر وهذا راجع للأسباب التالية:

- تغيير احتياجات رأس المال العامل؛
- وجود عمليات خارج الاستغلال؛

⁴²Philippe Rousselot, Jean François Verdiém, **La gestion de trésorerie**, 2ème édition, dunod, Paris, 2017, P05.

• التغيرات التي تحدث في المحيط الخارجي خاصة تغير شروط منع القروض. ويحتوي السبب الأخير على قدر كبير من المخاطر، خاصة إذا رافقه حدوث زيادة غير متوقعة في احتياجات رأس المال العامل، ويختلف حجم الخطر من مؤسسة إلى أخرى، وهذا بسبب الخصائص الداخلية التي تميز كل مؤسسة وعليه فإن إدارة الخزينة تركز على معالجة مشكلة المردودية.

ت. **عدم الاحتفاظ بالنقد الكافي:** يظهر فشل إدارة المؤسسة في المحافظة على سيولة مناسبة، ما يترتب عنه من تفويت فرص وإمكانية مواجهة المؤسسة للتصفية الإجبارية إذا استقرت مشكلة السيولة.

ث. **الاحتفاظ بالنقد أكثر من اللازم:** الأمر الذي يعني فشل المؤسسة في تحقيق أفضل تشغيل للموارد ومنه تحقيق أقصى ربحية ممكنة، كون الأصول السائلة لا تحقق عوائد مرتفعة بالمقارنة مع عوائد نشاط المؤسسة الأساسي. لذا تظهر ضرورة احتفاظ المؤسسة بالنقدية.

تزايد الاهتمام بالإدارة الفعالة للخزينة والتي تعد المؤشر الأكثر موضوعية عن الوضعية المالية للمؤسسة، والذي يترتب عنه آثار إما ايجابية أو سلبية على أداء المؤسسة، خاصة ما تعلق بقدرتها على الوفاء بالتزاماتها وما يترتب عنه من مزايا، فالإدارة الفعالة للخزينة ستؤثر على القرارات المستقبلية للمؤسسة وانتهازها لفرص استثمار الفوائض النقدية في المجالات التي تدر عليها أرباحا إضافية مما سينعكس على مردودية أموالها المستثمرة.

المبحث الثاني: المردودية المالية وعلاقتها بإدارة الخزينة في المؤسسة

تسعى المؤسسة لتحقيق العديد من الأهداف ومن أبرزها تحقيق المردودية، والتي تعتبر من المعايير المعتمدة في قياس فعالية القرارات المالية، فضلا عن كونها أداة لمراقبة ومتابعة نشاط المؤسسة، والذي يتنازعه عاملان متعارضان بيد أنهما متلازمان، هما عامل الرغبة في تحقيق أقصى عائد ممكن وعامل السيولة وضرورة إيفائها بالتزاماتها، لذا وجب على المؤسسة تحقيق التوازن بين هاذين العاملين وعدم تمكين أحدهما على الآخر، حتى لا يتعرض مركزها للخطر ولا تتعرض لإفلات فرص الربح المتزن، فكلما زادت فاعلية المؤسسة في استثمار مواردها المالية المتاحة كلما أدى ذلك إلى تعظيم ربحيتها ومردوديتها.

المطلب الأول: مدخل للمردودية في المؤسسة

تُعد المردودية من أبرز الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها، وذلك من خلال تبني استراتيجيات متنوعة تهدف إلى بلوغ أعلى مستويات الربحية الممكنة. ويُسهم ذلك بشكل مباشر في ضمان استمرارية المؤسسة، وتعزيز قدرتها على النمو، وتوسيع طاقتها الإنتاجية، مما يدعم موقعها التنافسي في السوق.

1. مفهوم المردودية:

تُعتبر المردودية في المؤسسة من أهم المؤشرات التي تعكس كفاءة وفعالية استخدام الموارد لتحقيق الأرباح، وقد تم تعريفها بأنها:

❖ التعريف الأول: معنى يطبق على جميع الاتجاهات الاقتصادية عند استخدام واستعمال الإمكانيات المادية والمالية.⁴³

❖ التعريف الثاني: أنها قدرة المؤسسة على تحقيق الوفرة النقدية، بمعنى تحقيق وفرة في الأرباح، وتتنظر المؤسسة للمردودية من زاويتين: النتيجة المحصل عليها والجهد المبذول.

فيما يخص النتيجة المحصل عليها، فتعبر عن الربح الذي تحققه المؤسسة، ويأخذ بشكلين الربح الصافي قبل خصم الفوائد والضرائب والذي يمثل النتيجة الاقتصادية للمؤسسة.⁴⁴

⁴³Pierre Conso, Farook Hemeci, *Gestion financière de l'entreprise*, 9ème édition, dunod, Paris, 1999, P60.

⁴⁴صالح محمد الحناوي، أدوات تحليل والتخطيط في الإدارة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1973، ص 65.

مما سبق المردودية هي مقياس يوضح مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح مقارنة بما تستخدمه من موارد، سواء كانت مالية، بشرية، أو مادية، وهي تعكس كفاءة المؤسسة في استغلال إمكانياتها من أجل تحقيق نتائج مالية إيجابية خلال فترة زمنية معينة. كلما كانت المردودية أعلى، دلّ ذلك على أداء أفضل وقدرة أكبر على النمو والاستمرار في السوق.

2. خصائص المردودية:

تعتبر عملية تحليل المردودية وسيلة منطقية لتقييم أداء المؤسسة من خلال مقارنة النتائج بالموارد المستخدمة. ومع ذلك، غالبًا ما تقتصر المؤسسة إلى الوعي بالحاجة إلى مثل هذا التحليل في كل مرحلة من مراحلها. يبدو أن هناك تعارضًا بين تحقيق المردودية والحفاظ على السيولة المالية في المدى القصير، لكن في الحقيقة، يعتمد الحصول على السيولة على مردودية جيدة. يرتبط تحقيق المردودية بطبيعة المؤسسة نفسها، ويمكن أن يتأثر بالسياسات المختلفة مثل الاستثمار والسياسات المالية، مما يؤثر على مردوديتها بشكل نسبي وجزئي يفترض أن هناك ثلاث مراحل لإجراء تحليل المردودية كما يلي:

- تحليل الهوامش والتي يجب أن توضح مكونات إيرادات التشغيل؛
- تحليل دوران رؤوس الأموال المستثمرة ووضعها في عالقة مع مؤشر النشاط؛
- تحليل توزيع إجمالي فائض التشغيل.⁴⁵

3. أهمية المردودية:

تظهر أهمية المردودية في تحقيق:⁴⁶

- قياس مدى كفاءة استخدام الموارد وتعظيم عوائدها مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة؛
- تعمل على تأمين تشغيل وتطوير المؤسسة عن طريق التنمية الداخلية للموارد المتاحة؛

⁴⁵ غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها دراسة حالة مجمع في صيدال، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012، ص 95-94.

⁴⁶ خاك هادفي، مساهمة النظام المحاسبي المالي في تطوير أساليب التحليل المالي للمؤسسة الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2018، 198.

- تحقيق الحد الأدنى من المردودية يمثل شرطاً لا بديل له لدعم التوازن المالي للمؤسسة؛
 - تعبر عن كيفية تخصيص الأموال والموارد الأفضل والاستخدامات؛
 - تضمن إشباع الاحتياجات الدنيا لكل القوى المنتجة في المؤسسة؛
 - تمكن من قياس الأداء لكل الأطراف المساهمة في نشاط المؤسسة.
- يهتم المستثمرون بشكل أساسي بالعائد الناتج عن الأموال المستثمرة في المؤسسات، بالإضافة إلى القيمة المضافة التي تحققها هذه الاستثمارات، وذلك بالمقارنة مع المخاطر المحتملة؛ فالمساهم الحالي يسعى إلى الموازنة بين الاحتفاظ بأسهمه أو بيعها، بينما يقوم المستثمر المحتمل بتقييم جدوى شراء أسهم المؤسسة. هذا ما يجعل المردودية المالية عاملاً حاسماً في اتخاذ قراراتهم، حيث يعتمدون عليها بشكل أساسي للحكم على جاذبية الاستثمار. وبالتالي، تؤثر هذه القرارات بشكل مباشر على مستقبل المؤسسة، سواء بشكل إيجابي أو سلبي.

لذلك، تعد المردودية المالية هدفاً أساسياً تسعى إليه المؤسسات سواء كانت تجارية أو صناعية، لأنها تعكس قوة مركزها المالي وكفاءة إدارتها. كما تعتبر من أهم المؤشرات التي تقيس الأداء العام للمؤسسة.

4. أنواع المردودية:

تُعتبر المردودية من المؤشرات الأساسية لتقييم أداء المؤسسات، المشاريع، وحتى السياسات العامة. ويمكن تصنيف أنواع المردودية إلى:

4. 1. المردودية الاقتصادية:⁴⁷

تشير المردودية الاقتصادية إلى مدى كفاءة المؤسسة في أداء نشاطها الرئيسي، مع استبعاد الأنشطة الثانوية والاستثنائية. وتعتمد في تقييمها على مكونات دورة الاستغلال، والتي تشمل النتيجة العملياتية المستخرجة من جدول حساب النتائج، إلى جانب الأصول الاقتصادية المدرجة في الميزانية. ويتم قياسها من خلال معدل المردودية الاقتصادية، وفقاً للعلاقة التالية:

⁴⁷Justin pettit, *Strategic corporate finance: applications in valuation and capital structure*, wiley, New Jersey, 2007, pp 27,28.

معدل المردودية الاقتصادية (Re) = النتيجة العملياتية بعد لضريبة/الأصول الاقتصادية

تقيس العلاقة مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين النتيجة العملياتية أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة العملياتية.

أ. المركبات الأساسية للمردودية الاقتصادية: لاستخراج المركبات الأساسية لمعدل

المردودية الاقتصادية نقوم بإعادة كتابة العلاقة مع إدراج رقم الأعمال كما يلي:

معدل المردودية الاقتصادية (Re) = رقم الأعمال / الأصول الاقتصادية

معدل المردودية الاقتصادية (Re) = النتيجة العملياتية بعد الضريبة/الأصول الاقتصادية.

معدل المردودية الاقتصادية (Re) = النتيجة العملياتية بعد الضريبة/رقم الأعمال

ومنه فإن معدل المردودية الاقتصادية هو حاصل جداء معدل ربحية العملياتية (مردودية تجارية) بعد الضريبة ومعدل دوران الأصول الاقتصادية المعرفين كما يلي:

❖ معدل الربحية العملياتية: يقوم بقياس ربحية المؤسسة انطلاقاً من دورة الاستغلال، ويحسب بالعلاقة التالية:

معدل الربحية العملياتية = النتيجة العملياتية بعد الضريبة/ رقم الأعمال

يعتبر هذا المؤشر من مؤشرات قياس الأداء الاقتصادي ويظهر قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح مقارنة بالإيراد الإجمالي.

❖ معدل دوران الأصول الاقتصادية: يقيس هذا المؤشر قدرة مساهمة الأصول الاقتصادية في تحقيق رقم الأعمال، ويحسب بالعلاقة التالية:

معدل دوران الأصول الاقتصادية = رقم الأعمال/الأصول الاقتصادية

يمكن هذا المعدل من حساب عدد المرات التي يتكرر فيها رقم الأعمال بنفس الحجم ليغطي الأصول الاقتصادية، بشكل يمكن متخذ القرار المالي من مراقبة الجدوى الاقتصادية المستثمرة في الدورة الاقتصادية وإمكانية تصحيحها لتحقيق الأهداف المسطرة.

4. 2. المردودية المالية:

تعد من المؤشرات التحليلية المهمة في تقييم أداء المؤسسة، وقياس هذا المؤشر كفاءة الإدارة في تحقيق المردودية من استغلالها لأموال الملاك وقدرة هذه الأموال على توليد الأرباح. تسمى أيضا بمردودية الأموال الخاصة، وهي العلاقة بين النتيجة التي حققتها المؤسسة والأموال الخاصة، فهي تقيس العائد المالي المتحقق من استثمار أموال أصحاب المؤسسة.⁴⁸ وهو ما سيتم تفصيله في المطلب الموالي.

المطلب الثاني: المردودية المالية للمؤسسة

تعتبر المردودية أو الربحية من أسمى الأهداف التي تسعى المؤسسات لتحقيقها كونها الركيزة الأساسية والحافز الأكبر الذي يدفعها للاستمرار والتطور والعمل على التوسع والتغلغل داخل الاقتصاد الوطني، أما المردودية المالية فهي تظهر الربحية من وجهة نظر الملاك والمساهمين.

1. مفهوم المردودية المالية:

تعددت التعاريف التي تناولت المردودية المالية ومن أبرزها:

❖ التعريف الأول: تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة، حيث تشمل جميع

العناصر والتدفقات المالية المؤثرة. ويتم احتسابها باستخدام النتيجة الصافية من جدول

حسابات النتائج، إلى جانب الأموال الخاصة من الميزانية.⁴⁹

❖ التعريف الثاني: هي مؤشر يعكس قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح تفوق تكاليفها،

ويتأثر ذلك بهيكل رأس المال والسيولة وحجم المؤسسة.⁵⁰

⁴⁸ سعيدة بورديمية، التسيير المالي (مطبوعة دروس)، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، 2014/2015، ص 32.

⁴⁹ بلخير بكاري، عبد الرحمان دغوم، دراسة أثر الرفع المالي على المردودية الاقتصادية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 08، العدد 01، جامعة الأغواط، 2017، ص 102.

⁵⁰ Dashi E, **Financial profitability of firms and its determining factors**, acta universitatis danubius, economica, Galați, 2015, P 56.

اذ يمكننا القول أن المردودية المالية عبارة عن عائد الأموال الخاصة، حيث تعبر عن العلاقة بين النتيجة التي تحققها المؤسسة والأموال الخاصة المستمرة. وتعد مؤشرا لقياس العائد المالي الناتج عن استثمار أموال أصحاب المؤسسة.

2. طريقة قياس المردودية المالية:

تهتم المردودية المالية بكل أنشطة المؤسسة، ولذا تأخذ بعين الاعتبار النتيجة الصافية ليتم مقارنتها بالأموال الخاصة وهذا لمعرفة قدرة المؤسسة على تكوين الأرباح وبالتالي مكافأة أكبر للمساهمين، وتستخدم هذه النسبة لتقييم فعالية استغلال الموارد المالية في تحقيق العائد للملاك أو المستثمرين. وكلما ارتفع كان أفضل لأن ذلك يعني أن المؤسسة يمكنها توزيع المزيد من الأرباح المحققة على المساهمين أو إضافة المزيد من الأرباح المحتجزة. ويمكن حسابها وفق العلاقة:

أ. الطريقة المباشرة:

المردودية المالية = النتيجة الصافية للسنة المالية / الأموال الخاصة

حيث أن:

- ❖ النتيجة الصافية للسنة المالية: هو الربح المحقق من النشاط بعد خصم كافة المصاريف والتكاليف (التشغيلية والمالية والضريبية).
- ❖ الأموال الخاصة: تشمل الأموال التي يساهم بها أصحاب المؤسسة بالإضافة إلى الاحتياطات والأرباح المحتجزة.

ب. طريقة الحساب غير المباشرة⁵¹: وفق العلاقة الآتية:

مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) = المردودية الاقتصادية + (المردودية الاقتصادية - تكلفة الاستدانة) X (الاستدانة الصافية / الأموال الخاصة)

$$RF = Re + (Re - I) \times \frac{D_{net}}{cp}$$

⁵¹Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann le fur, **Finance d'entreprise**, dalloz, Paris, 2024, p320.

حيث أن:

R_f : المردودية المالية

I : تكلفة الاستدانة

R_e : المردودية الاقتصادية

D_{net} : الاستدانة الصافية

CP : الأموال الخاصة

وتتأثر المردودية المالية بكل من النشاط التجاري والتمويلي والاستثماري في المؤسسة. ولا تعتمد المؤسسة حصرياً على الأموال الخاصة في تمويلها، وتستعين بالديون، الأمر الذي يفسر عدم تساوي مؤشري المردودية المالية والمردودية الاقتصادية إلا في حالات خاصة، ويعود السبب في عدم التساوي إلى وجود أثر الرافعة المالية، هذا الأخير يتمثل في الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية.

3. أثر الرافعة المالية:

ترتبط الرافعة المالية بقدرة المؤسسة على تشغيل أموال الغير ذات التكلفة الثابتة سواء كان في شكل قروض طويلة الأجل أو عبارة عن أسهم ممتازة بشكل يمكنها من زيادة العائد. ويقاس أثر الرافعة المالية من خلال العلاقة بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية. ويتم ذلك بمقارنة المردودية الاقتصادية للأصول من تكلفة الاستدانة، فإذا كانت تكلفة الاستدانة أقل من المردودية الاقتصادية، فإننا نتحدث عن أثر إيجابي للرافعة المالية، مما يعني أن اللجوء إلى التمويل بالدين يعزز من المردودية المالية. أما إذا كانت تكلفة الاستدانة تفوق المردودية الاقتصادية، فإن الأثر يكون سلبياً، أي أن الاستدانة تؤدي إلى تراجع في المردودية المالية.⁵²

ومن بين دلائل ومؤشرات ارتفاع درجة الرافعة المالية في المؤسسة ما يلي:

⁵² هشام بلعور، التسيير المالي، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص ص 180 - 182.

الفصل الأول: الإطار النظري لإدارة الخزينة والمردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية

- الزيادة في الدخل المتحقق لأصحاب المؤسسة أو مساهميتها نتيجة المتاجرة بأموال الغير؛
 - زيادة العائد المتحقق عن استخدام أموال الغير (الاقتراض) عن فائدة ذلك الاقتراض؛
 - زيادة معدل العائد على حقوق المساهمين عن معدل الفائدة المدفوعة؛
 - زيادة معدل العائد على الاستثمار عن الواحد الصحيح.
- تحدد علاقة حساب أثر الرافعة المالية كما يلي:

$$\text{أثر الرافعة} = (\text{الرافعة المالية} \times \text{فرق الرافعة})$$

➤ أثر الرافعة المالية موجب: إذا كان $(Re-i)$ موجب، وبذلك يكون للاستدانة أثر إيجابي، وتتحقق هذه الحالة إذا كان $Re > i$ أي أن المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة. وتؤدي زيادة الاستدانة في هذه الحالة إلى زيادة المردودية المالية بسبب انخفاض تكلفة الاستدانة.

➤ أثر الرافعة المالية معدوم: إذا كان $(Re=i)$ معدوم، بمعنى أن الاستدانة معدومة في المؤسسة، وليس لها أثر.

➤ أثر الرافعة سلبى: إذا كان $(Re-i)$ سالب، وبذلك يكون للاستدانة أثر سلبى، وتتحقق هذه الحالة إذا كان $Re < i$ أي أن المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة، وتؤدي زيادة الاستدانة في هذه الحالة إلى نقصان المردودية المالية بسبب ارتفاع تكلفة الاستدانة.

مما سبق يمكن القول بأن المؤسسة تستطيع تحسين المردودية المالية من أموالها الخاصة من خلال تحسين هامش الربح وذلك بتطوير رقم الأعمال ورفع مواردها المالية، ومنه فالمردودية المالية تظهر قدرة المؤسسة على تحديد رأس مالها المخصص للإنتاج وتأمين وضممان سداد قروضها.

المطلب الثالث: العلاقة بين إدارة الخزينة والمردودية المالية للمؤسسة

من خلال ما تم التطرق إليه سابقاً حول أساليب واستراتيجيات إدارة الخزينة والمردودية المالية بمختلف أبعادها، يتبين وجود علاقة وثيقة ومباشرة بين هذين المفهومين، حيث تُظهر التحليلات وجود علاقة عكسية بين توازن السيولة المالية ومستوى المردودية المالية للمؤسسة.

ففي حالة وجود فائض في السيولة، يكون من الأنسب أن تتجه المؤسسة نحو توظيف هذا الفائض في استثمارات تدرّ عوائد مالية على المدى المتوسط أو الطويل، خارج نطاق نشاطها الرئيسي. وتُعد من أبرز هذه الاستثمارات شراء الأصول المالية، كالأسهم والسندات، والتي يمكن من خلالها تحقيق إيرادات عبر عمليات التداول. ويمكن استغلال هذه العوائد في تمويل مشاريع توسعية، مثل فتح فروع جديدة، أو الاستحواذ على مؤسسات منافسة، وهو ما ينعكس إيجاباً على أداء المؤسسة ويعزز من قيمة حقوق المساهمين. في هذا السياق، لا تكون المؤسسة بحاجة ملحة للجوء إلى الاستدانة، أو قد تلجأ إليها بشكل مدروس ضمن حدود معينة، مستفيدة من قوة مركزها المالي وقدرتها التفاوضية العالية الناتجة عن وضعية مالية مزدهرة.

أما في حالة العجز في السيولة، وخاصة عند حدوث نقص حاد على المدى القصير، فإن المؤسسة تواجه وضعية حرجية قد تهدد استمراريتها. وقد تضطر في هذه الحالة إلى اللجوء إلى الاستدانة قصيرة الأجل لتغطية حاجياتها التمويلية العاجلة، وفي حال عدم معالجة هذا الوضع في الوقت المناسب، قد يتحول هذا العجز إلى عجز هيكلي طويل أو متوسط الأجل، مما يزيد من تعقيد الوضع المالي للمؤسسة.

وقد يترتب عن ذلك اتخاذ قرارات اضطرارية من قبل المدير، كالتخلي عن بعض الأصول الإنتاجية لتوفير السيولة اللازمة، مما يؤدي إلى تراجع في القدرة الإنتاجية والنشاط الاقتصادي للمؤسسة. كما قد تضطر المؤسسة إلى اللجوء إلى الاستدانة الجديدة لتسديد ديون قائمة، وهو ما يُعرف بظاهرة "الاستدانة لتغطية الاستدانة"، التي غالباً ما تؤدي إلى تفاقم الوضع المالي.

وفي مثل هذه الحالات، تنخفض المردودية الاقتصادية للمؤسسة نتيجة سوء تخصيص الموارد المالية أو ضعف كفاءة الاستثمارات، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاستدانة وتحول أثر الرافعة المالية من إيجابي إلى سلبي. وفي حال استمرار هذا الوضع، قد يؤدي إلى تآكل المردودية المالية، وتهديد الوضعية العامة للمؤسسة.

خلاصة الفصل الأول:

بعد دراستنا لموضوع إدارة الخزينة، يتضح لنا بشكل جلي أنّ هذه الوظيفة المحورية لا تقتصر فقط على إدارة السيولة وضمان التوازن بين المداخيل والنفقات، بل تتعدى ذلك لتكون أداة إستراتيجية تساهم بشكل مباشر في تحسين المردودية المالية للمؤسسة. إذ أن القرارات المتعلقة بتوقيت التدفقات النقدية، وآليات التحصيل والدفع، وكيفية استثمار الفوائض أو تدبير العجز، تترك بصمتها الواضحة على مؤشرات الأداء المالي ومن أبرزها المردودية المالية.

وقد أظهرت مختلف المعطيات والنماذج المدروسة أن فعالية إدارة الخزينة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمدى قدرة المؤسسة على التوقع والتخطيط واتخاذ القرارات المالية الرشيدة، وهو ما يجعل من الخزينة قلباً نابضاً لأي تنظيم يسعى لتحقيق الاستدامة والربحية في آن واحد وفي ظل التحديات المالية والاقتصادية المتزايدة، لم يعد بالإمكان الحديث عن مردودية مالية قوية دون الإشارة إلى منظومة خزينة متكاملة، مرنة، ومتطورة.

الفصل الثاني:

قياس أثر إدارة الخزينة في المردودية
المالية لمجمع صيدال

تمهيد:

بعد التطرق في الفصل الأول الى إدارة الخزينة والمردودية المالية، سيتم في هذا الفصل الانتقال إلى الجانب التطبيقي بهدف قياس أثر إدارة الخزينة في المردودية المالية لمجمع صيدال، والذي يعتبر من أبرز المؤسسات الرائدة في صناعة الأدوية في الجزائر، ويُعد قطبًا صناعيًا أساسيًا في السوق الوطنية. كما يُعد من أوائل المؤسسات الجزائرية التي تم إدراجها في بورصة الجزائر، مما يعكس قدرته على تحقيق نتائج ملموسة في فترة زمنية قصيرة، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2023 .

لأجل ذلك، قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، حيث تضمن المبحث الأول لمحة عن مؤسسة صيدال، في حين تناول المبحث الثاني الإجراءات المنهجية للدراسة، وتحديدًا تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL .

المبحث الأول: لمحة عن مجمع صيدال

يُعتبر مجمع صيدال من أبرز المؤسسات الرائدة في مجال صناعة الأدوية في الجزائر، حيث يُعتبر الرائد في هذا المجال ويُشكل قطبًا صناعيًا أساسيًا في السوق الوطنية. كما يتمتع بمكانة معتبرة على مستوى دول حوض البحر الأبيض المتوسط. كما يعتبر من أوائل المؤسسات الجزائرية التي تم إدراجها في بورصة الجزائر، وهو ما يعكس قدرته على تحقيق نتائج ملموسة في فترة زمنية قصيرة، وانطلاقًا من هذه الأهمية، تبرز الحاجة إلى دراسة هذا المجمع من خلال التعرف عليه، واستعراض تطوره التاريخي، إلى جانب هيكله التنظيمي.

المطلب الأول: تقديم مجمع صيدال

سننتظر في هذا المطلب إلى التطور التاريخي لمجمع صيدال وكذلك التعريف به بالإضافة التعرف على مهامه.

1. التطور التاريخي لمجمع صيدال:

لقد مر مجمع صيدال بعدة مراحل يمكن إيجازها فيما يلي⁵³:

1.1. مرحلة التأسيس 1969-1982:

أنشأت الصيدلة المركزية سنة 1969 بأمر رئاسي أصدره آنذاك رئيس الجمهورية الراحل هواري بومدين وأسندت لها مهمة احتكار التصدير، الاستيراد، الإنتاج وتسويق الأدوية ودعمت سنة 1971 بوحدة إنتاج الحراش.

1.2. مرحلة المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني 1982-1985:

على إثر إعادة الهيكلة التي عرفتھا الصيدلة المركزية الجزائرية أصدر رئيس الجمهورية مرسوم رقم 161/82 في أفريل 1982، والذي يقتضي تحويل فرع الإنتاج لهذه المؤسسة إلى مؤسسة وطنية للإنتاج الصيدلاني.

⁵³ فرات إسمي، أثر النمط القيادي على السلوك الإبداعي للمؤوسين، أطروحة مقدمة للحصول على درجة دكتوراه في

علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال، جامعة الجزائر 3، 2015، ص ص 198-190.

1. 3. مرحلة التسمية الجديدة 1985-1989:

تغيرت التسمية من المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني إلى صيدال. كما تم دمج مشروع المضادات الحيوية بمركب المدينة إلى مؤسسة صيدال الذي كان تابعا للشركة الوطنية الكيماوية SNIC.

1. 4. مرحلة الإصلاحات الاقتصادية 1989-1997:

من بين الإصلاحات التي مست مؤسسة صيدال، تحولها إلى مؤسسة عمومية اقتصادية تتمتع باستقلالية التسيير، وتعتبر من بين أول المؤسسات الوطنية التي اعتمدت نظام الشراكة بالأسهم.

1. 5. مرحلة التنظيم الجديد في إطار مجمع صناعي 1997 إلى يومنا هذا:

على إثر مخطط إعادة الهيكلة الذي تبنته مؤسسة صيدال تحولت هذه الأخيرة إلى مجمع صناعي يوم 02 فيفري 1998 يرتبط به ثلاث فروع وهي فرع بيوتيك، فرمال، أنتيبايوتيكال. وقد مكن التنظيم الجديد للمؤسسة أن تبرم اتفاقيتين ذات أهمية كبرى مع دولة العراق وذلك سنة 1998 حيث أن:

- الاتفاقية الأولى: تصدير ما يزيد عن 225000 وحدة بقيمة 981000 دولار.
- الاتفاقية الثانية: تبلغ قيمتها 2000000 دولار وهذا بوساطة من هيئة الأمم المتحدة. وفي سنة 1999 أبرمت صيدال عدة صفقات أجنبية مع دول عربية وأفريقية مثل العراق السينغال وفي نفس السنة دخلت سوق البورصة الجزائرية.
- وفي سنة 2004 حصلت على شهادة الإيزو (9001/2000) وهذا لجودة تسييرها ومنتجاتها.

2. تعريف مجمع صيدال:⁵⁴

يعتبر مجمع صيدال مؤسسة ذات أسهم برأسمال قدره 2.500.000.000 دج موزعة على 10.000.000 سهم، تقدر القيمة الاسمية لكل سهم بـ 250 دج موزعة كما يلي:

- 80 % من الأسهم ملك للدولة؛

⁵⁴الموقع الرسمي لمجمع صيدال، تاريخ الاطلاع 2025/04/28، على الساعة 15:20، متاحة على الموقع

<https://www.saidalgroup.dz/saidal>

- 20% من الأسهم تم التنازل عنها سنة 1999 عن طريق البورصة للمستثمرين من المؤسسات والأشخاص.

تكمّن مهمة صيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري.

3. مهام مجمع صيدال:

يستند المجمع على مجموعة من القيم مثل: الوفاء، الالتزام، الدقة والانضباط من أجل إنجاز مهامه وتحقيق أهدافه، حيث تتمثل أهداف المجمع في:

- تعزيز القواعد الأخلاقية التي تهدف إلى تسوية وتطهير سوق الأدوية؛
- المساهمة في الحد من الواردات؛
- الانفتاح على الأسواق الخارجية؛
- الزيادة على مستوى رضا المستهلك؛

بالإضافة إلى:

- تحقيق الأمن الدوائي؛
 - إرضاء الزبائن بوضع سياسة ناجعة لتسيير الجودة والتنوعية.
- ويمكن ايجاز البطاقة الفنية لمجمع صيدال في الجدول الموالي.

جدول رقم (3): البطاقة الفنية الخاصة بمجمع صيدال

الاسم	مجمع صيدال GROUPE SAIDAL
العلامة التجارية	
المقر التجاري	الطريق الولائي رقم (11) ص ب 141 الدار البيضاء الجزائر العاصمة
رأس المال	شركة مساهمة برأس مال قدره 2.500.000.000
طبيعة الصفقة	سعر العرض العام 20% من رأس مال 2.000.000 سهم
نوع الأوراق المالية	أسهم اسمية
عدد المساهمين	19.288 مساهم
غالبية المساهمة	عقد عمومي مع الشركة العمومية القابضة كيمياء-صيدلة 80%
التعاملات	طرح 2.000.000 سهم بقيمة اسمية 250 دج وبسعر اصدار 800 دج
تأشيرة اللجنة	رقم 04-98 بتاريخ: 24 ديسمبر 1998
تاريخ الدخول للبورصة	17 جويلية 1999

المصدر: شيخ عبد القادر، مساهمة محاسبة المسؤولية الاجتماعية في تحسين جودة القوائم المالية، أطروحة مقدمة للحصول على درجة دكتوراه في علوم المالية والمحاسبة، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2020، ص113.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

يتشكل الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال من مجموعة من المديريات والوحدات والفروع وتتمثل في:⁵⁵

1. مديريات مجمع صيدال:

نظرا لكبر حجم مجمع صيدال فإن هيكله التنظيمي ينطوي على مجموعة كبيرة من المديريات، والمتمثلة في:

⁵⁵شيخ عبد القادر، مساهمة محاسبة المسؤولية الاجتماعية في تحسين جودة القوائم المالية، أطروحة مقدمة للحصول على درجة دكتوراه في علوم المالية والمحاسبة، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكرة 2020، ص ص115-121.

أ. **مديرية التدقيق الداخلي:** تتمثل مهامها في مراقبة التسيير، كما يشتغل بها عدة إدارات مكونين في مجال الرقابة والمراجعة.

ب. **مديرية الشراكة:** يعمل مجمع صيدال على برنامج طموح للتوسع في السوق من خلال شركائه الجدد، كما يسعى جاهداً في تنمية شراكته بما يتوافق مع احتياجاته مع شركائه الحاليين، لذلك تسهر مديرية الشراكة على تنقيح مسعى المجمع من خلال إقامة شراكات جديدة مبنية على التكامل بين الشركاء.

ت. **مديرية إدارة البرامج:** تقوم بإعداد ومتابعة البرامج المالية والاستراتيجية وتطويرها، وتزويد المجمع بمختلف البرامج المتعلقة بالتسيير وإدارة الأعمال المحاسبية، بالإضافة إلى وضع استراتيجيات لذلك مع مراقبة تطبيقها وتقييم مدى جودتها.

ث. **مديرية الاستراتيجية والتنظيم.**

ج. **مديرية التسويق والمبيعات:** تحتوي المديرية على فرق عمل طبي ذوي مستوى عالي تتمتع بمهارة في التسويق، بالإضافة إلى شبكة من الممثلين الطبيين تغطي جل التراب الوطني. وتتضمن كلا من:

❖ **مركز البحث والتطوير:** تم إنشاء مركز البحث والتطوير بتاريخ 27 جويلية سنة 1998 ومن مهامه ما يلي:

- تصميم وإعداد سياسة لتطوير محاور البحث التي لها علاقة بالمهام الاستراتيجية للمجمع في ميدان العلوم الطبية وخصوصاً الإبداع الصيدلاني؛

- المشاركة في تخطيط سياسة تطوير منتجات المجمع

- ترقية وتنمين ونشر الأعمال التقنية والعلمية ونتائج البحث

❖ **مركز التكافؤ الحيوي:** تم إنشائه بالتعاون مع شركة أكاديميا، وتم تدشينه في جانفي

2016 ويحتوي على كل التجهيزات والمعدات اللازمة، كما تم تكوين وتدريب

الكفاءات البشرية المنتمة إليه، خصوصاً بمجال تطوير أجهزة التحليل للتأكد من

موافقة الدواء المتجانس مع المعايير الدولية.

ح. **مديرية المشتريات:** تتمثل أهم مهام هذه المديرية في تسيير عمليات شراء المواد الأولية

والتأمينات الأخرى الخاصة بعمليات التسويق والإنتاج والبيع.

- خ. **مديرية ضمان الجودة:** تهتم بمتابعة ومراجعة ملفات صناعة الدواء ومراقبة وحدة البحث والتطوير وتوجيهها بخصوص المنتجات المطابقة للأصل، وتعمل وفق برنامج خاص بنظام الجودة وفق معيار ISO9001
- د. **مديرية الشؤون الصيدلانية:** تتمثل مهام هذه المديرية التقنية بمراجعة بيانات وملفات صنع الأدوية ومراقبة وحدة البحث والتطوير وتأطيرها بخصوص الحصول على منتجات مطابقة للأصل.
- ذ. **مديرية أنظمة الإعلام:** تعمل على التنسيق بين مختلف مصالح المجمع والترويج لمختلف منتجاته.
- ر. **مديرية المالية والمحاسبة:** تقوم بمهام البحث عن مصادر التمويل الداخلية والخارجية وكل العمليات المالية، وتسجيل كل العمليات المحاسبية المتعلقة بالمعاملات المالية والتجارية والجبائية.
- ز. **مديرية الممتلكات والوسائل العامة:** تقوم بتسيير ومراقبة التثبيات العينية والمعنوية الخاصة بالمجمع مع صيانتها دوريا وذلك لتحقيق أعلى نسبة إنتاجية.
- س. **مديرية الاتصال:** تعمل على تفعيل الدور الإعلامي من خلال إصدار المنشورات والمجلات الخاصة بالصحة والصيدلة.
- ش. **مديرية العمليات:** تتمثل مهامها في إعداد دفاتر الشروط الخاصة بالمشاريع الحديثة، ووضع خطط لرفع تصنيف المجمع ومراقبة أشغال إنجاز المشاريع مع تقييم نسبة الإنجاز.
- ص. **مديرية التنمية الصناعية:** ينحصر دورها في تفعيل أدوات التنمية والشراكة مع المؤسسات الأجنبية والوطنية والمنظمات العالمية بالإضافة إلى المخابر من أجل تطوير خبراتها وتقنياتها، والسعي إلى ضمان تحقيق التنمية الصناعية للمجمع.
- ض. **مديرية المستخدمين:** تتمثل مهمة هذه المديرية في استقطاب واختيار وتوظيف الكفاءات البشرية بالإضافة إلى متابعة المسار المهني لجميع المستخدمين داخل المجمع.
- ط. **مديرية التكوين:** تسعى إلى وضع البرامج الخاصة بالتدريب والتكوين لمختلف إدارات وموظفي المجمع للرفع من المستوى الوظيفي والأكاديمي لمستخدمي المجمع، بالإضافة لمتابعة تنفيذ وتقييم هذه البرامج والعمل على تطويرها.

ظ. مديرية الشؤون القانونية: تقوم بإدارة الملفات القانونية للمجمع مع الجهات المعنية، بالإضافة إلى تسيير القضايا والمنازعات الخاصة بالمجمع مع الأطراف الأخرى.

2. مصانع الإنتاج ومراكز التوزيع:

تمتلك صيدال 07 مصانع تقع في الجزائر، المدينة، قسنطينة وعنابة للإنتاج بقدرة إنتاج إجمالية قدرها 140 مليون وحدة بيع سنويا.

يملك صيدال ثلاث مراكز توزيع لضمان توزيع منتجاتها عبر كافة التراب الوطني وتتمثل في الآتي:

أ. **مركز التوزيع وسط:** تأسس هذا المركز سنة 1996 وهو أول مركز توزيع للمجمع، حيث كان يهدف إلى تسويق وتوزيع كافة منتجات المجمع انطلاقا من نقطة بيع واحدة مكنت النتائج المشجعة المتحصل عليها من إنشاء مركزين للتوزيع إحداهما بباتنة والآخر بوهران.

ب. **مركز التوزيع شرق (باتنة):** استحدث هذا المركز سنة 1999 بباتنة، حيث يضمن هذا المركز تسويق منتجات صيدال في المنطقة الشرقية.

ت. **مركز التوزيع غرب (وهران):** في سنة 2000 تم إنشاء مركز التوزيع بوهران من أجل ضمان توزيع أفضل للمنتجات في المنطقة الغربية.

3. فروع المجمع:

يملك مجمع صيدال مجموعة من الفروع والمتمثلة في:

أ. **فرع سوميدال (Somedial):** يقع في المنطقة الصناعية واد السمار بالجزائر العاصمة، وهو نتاج شراكة بين مجمع صيدال بنسبة مساهمة قدرها 59% والمجمع الصيدلاني الأوروبي بنسبة مساهمة قدرها 36.45% وفياليب (FINALEP) بنسبة مساهمة قدرها 4.55%. كما تتضمن وحدة الإنتاج سوميدال ثلاثة أقسام وهي:

- قسم مخصص لإنتاج المنتجات الهرمونية؛
- قسم لصناعة السوائل شراب ومحاليل عن طريق الفم؛
- قسم لصناعة أشكال الجرعات الصلبة (كبسولات وأقراص).

ب. **فرع ايبيرال (Iberal):** هي شركة ذات أسهم نابعة عن شراكة بين القطاعين العام والخاص، بين مجموعة صيدال بمساهمة قدرها 40% ومخير جلفار (JULPHAR) التابع للإمارات العربية المتحدة بمساهمة قدرها 40% وفلاش الجزائر المتخصصة في المواد الغذائية

بمساهمة قدرها 20%. وتكمن المهام الرئيسية للفرع في إنشاء واستغلال مشروع صناعي لإنتاج المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستخدام في الطب البشري، كما يهدف لتحقيق ما يلي:

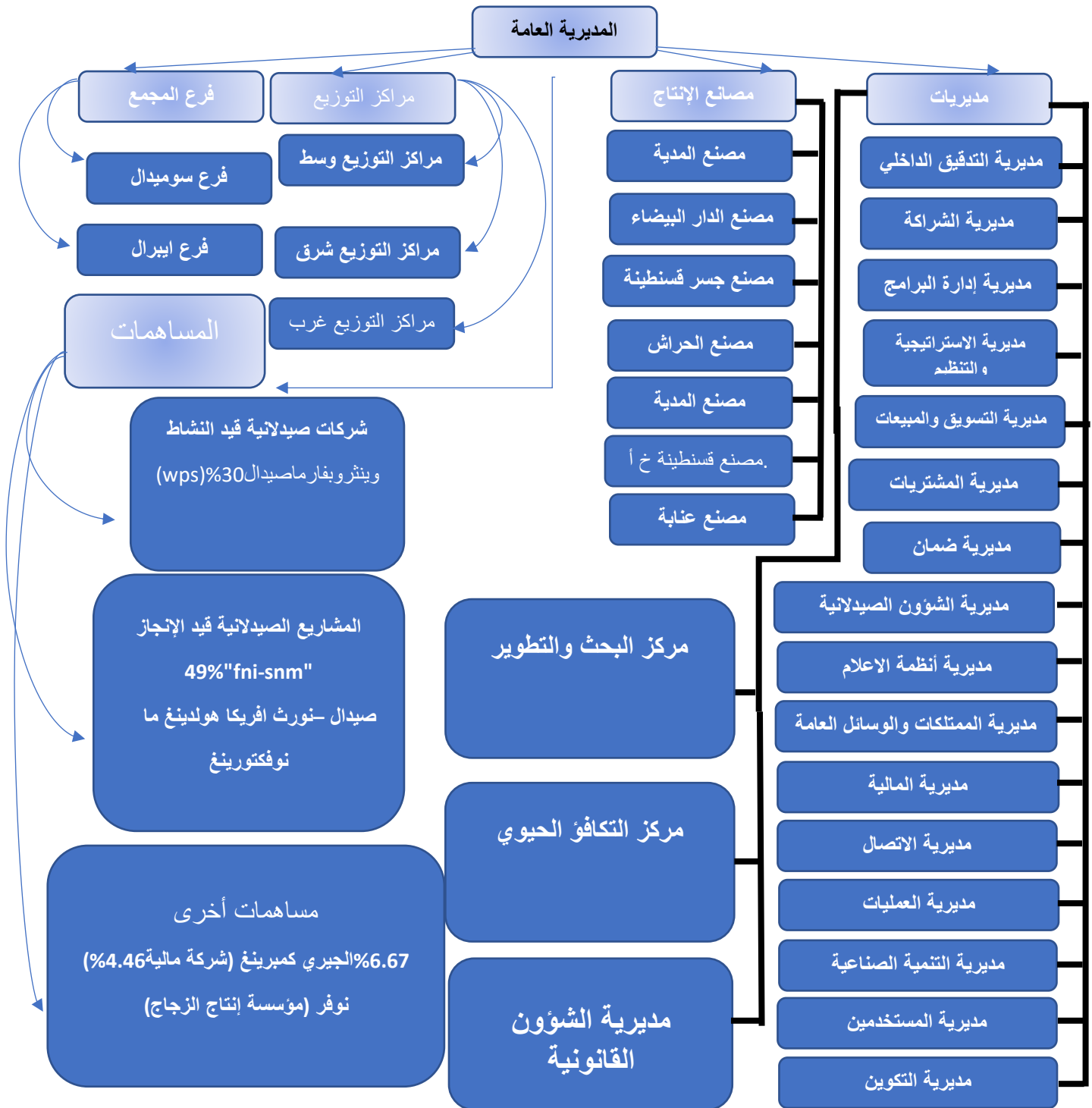
- صناعة الأدوية الجنسية (حقن وأشكال جافة)؛
- تغليف الأدوية (الأشكال الصلبة)؛
- توفير خدمة التغليف ومراقبة الجودة بناء على طلب المنتجين المحليين.

4. مساهمات المجمع:

يحوز مجمع صيدال على عدة مساهمات في مؤسسات أخرى وهي مبينة كما يلي:

- ❖ وينثروب فارما صيدال (WPS) WINTHROP PHARMA SAIDAL
- ❖ فايزر صيدال مانوفكتورينغ (PSM) PFIZER SAIDAL MANUFACTURING
- ❖ صيدال نورث أفريكا هولدينغ مانو فكتورينغ SAIDAL-North Africa- Holding (SNM) Manufacturing-FNI
- ❖ تافكو (شركة تاسيلي للأدوية): TAPHCO (Tassili Pharmaceutical Company)

شكل رقم (2): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.



المصدر: شيخ عبد القادر، مساهمة محاسبة المسؤولية الاجتماعية في تحسين جودة القوائم المالية، أطروحة مقدمة للحصول على درجة دكتوراه في علوم المالية والمحاسبة، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2020، ص116. (بتصرف)

المبحث الثاني: الإجراءات المنهجية للدراسة

تأكيدا للمعلومات الواردة في الجانب النظري ورغبة في الاطلاع على أثر إدارة الخزينة في المردودية المالية، فإننا سنحاول اختبار هذا الأثر من خلال تقدير نموذج الانحدار الذاتي وفق منهجية ARDL، ولتعيين نموذج الدراسة لا بد من تحديد مجتمع وعينة الدراسة، من ثم تحديد متغيرات الدراسة والمنهجية المتبعة.

المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة

سيتم التعرض في هذا المطلب إلى عينة الدراسة التي تم اختيارها والمجتمع الذي تنتمي إليه.

1. مجتمع الدراسة:

يشتمل مجتمع الدراسة على كافة المؤسسات الجزائرية، غير أنه ولصعوبة الحصول على البيانات المالية تم تحديد مجتمع الدراسة في المؤسسات الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر في والمتوفرة في موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي بلغت 05 مؤسسات موزعة على قطاعات مختلفة خدماتية منها أو انتاجية، حيث اختار الطالبان عينة من هذا المجتمع لحساب متغيرات الدراسة.

2. عينة الدراسة:

بهدف دراسة أثر إدارة الخزينة في المردودية المالية تم اختيار عينة مستهدفة بطريقة غير عشوائية، والمتمثلة في مجمع صيدال للفترة الممتدة من 2002 إلى 2023، ويرجع سبب اختيارها لتوفر معظم متطلبات الدراسة كونها شركة اقتصادية بامتياز، إضافة إلى توفر جميع القوائم المالية للفترة المراد دراستها، حيث تمكنا من حساب مختلف متغيرات الدراسة مقارنة بالمؤسسات الأخرى المدرجة في البورصة.

المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة

من خلال هذا المطلب سيتم تحديد متغيرات الدراسة التي تم الاعتماد عليها في تقدير النموذج القياسي بغرض الإجابة على تساؤلات وفرضيات الدراسة، وفيما يلي عرض متغيرات الدراسة.

1. المتغيرات المستقلة:

إن مؤشرات إدارة الخزينة المستخدمة في هذه الدراسة هي عبارة عن مؤشرات الخزينة (السيولة) والتي تشير لقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها عندما يحين ميعاد استحقاقها، وتتمثل في:

أ. نسبة الخزينة العامة (التداول): ونرمز لها بـ LT وتحسب وفق العلاقة:

$$\text{نسبة الخزينة العامة} = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الموارد الجارية}}$$

ب. الخزينة السريعة (المختصرة): ونرمز لها بـ LA وتحسب وفق العلاقة:

$$\text{نسبة الخزينة السريعة} = \frac{\text{الأصول الجارية ماعدا المخزونات}}{\text{الموارد الجارية}}$$

ت. الخزينة الجاهزة (نسبة النقد): ونرمز لها بـ LM وتحسب وفق العلاقة:

$$\text{نسبة الخزينة الجاهزة} = \frac{\text{استخدامات الخزينة}}{\text{الموارد الجارية}}$$

2. المتغير التابع:

يكمّن المتغير التابع لهذه الدراسة في المردودية المالية والتي هي عبارة عن مؤشر يستخدم لقياس مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح تفوق تكاليفها، وهي تعكس فعالية وكفاءة المؤسسة في استخدام أموالها لتحقيق عوائد، وتتمثل المردودية المالية في:

أ. المردودية الاقتصادية: ونرمز لها بـ Re وتحسب وفق العلاقة:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{النتيجة التشغيلية}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$$

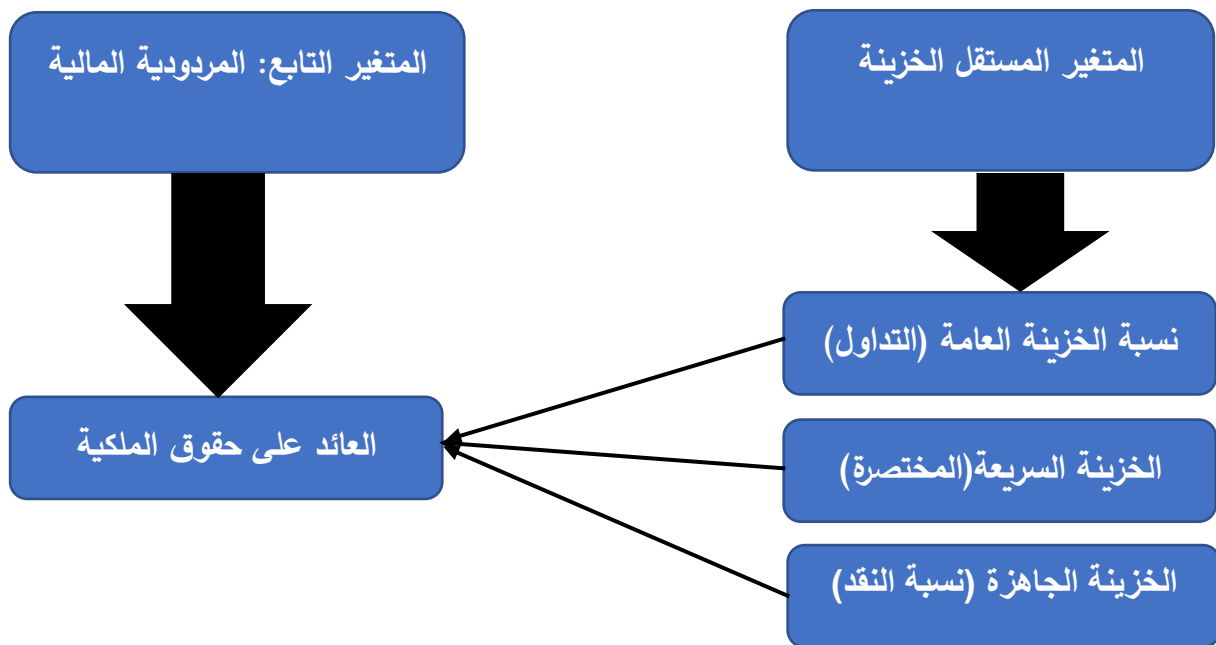
ب. المردودية المالية: ونرمز لها بـ ROE وتحسب وفق العلاقة:

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

كما يمكن حساب المردودية المالية وفق العلاقة:

$$\text{مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية)} = \text{المردودية الاقتصادية} + (\text{المردودية الاقتصادية} - \text{تكلفة الاستدانة}) \times (\text{الاستدانة الصافية} / \text{الأموال الخاصة})$$

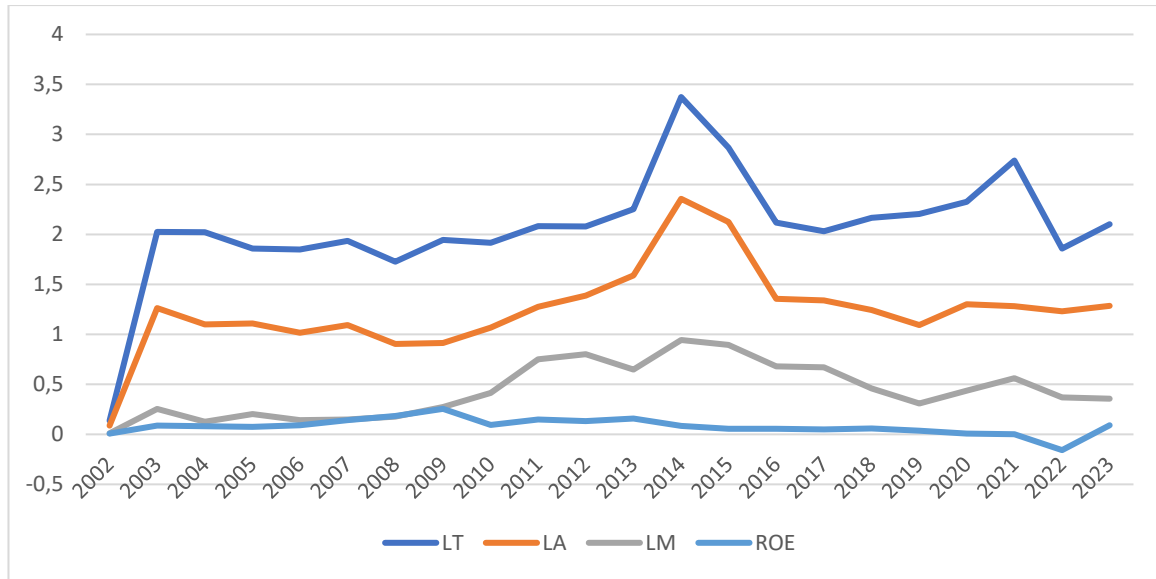
شكل رقم (3): نموذج الدراسة



المصدر: من اعداد الطلبة

ولقد تم حساب بيانات الدراسة بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة صيدال للفترة من 2002 الى 2023 والمتوفرة في موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB .
والشكل الموالي يوضح تطور متغيرات الدراسة لمؤسسة صيدال.

شكل رقم (4) : تطور متغيرات الدراسة لمؤسسة صيدال



المصدر : مخرجات برمجية Excel 2021

المطلب الثالث: نموذج الدراسة

ركز التحليل القياسي في العديد من الدراسات النظرية والتطبيقية على استكشاف العلاقات طويلة الأجل عند وجود اختلاف في الاتجاه ودراسة التكامل المشترك فيها أيضا. ولتحقيق هذا الهدف، تم الاعتماد على المنهجية الحديثة في القياس الاقتصادي وتحديدًا نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL). وفي هذا السياق، سيتم التطرق إلى ماهية هذا النموذج ومختلف المميزات التي يتمتع بها.

1. ماهية نموذج ARDL:⁵⁶

يُعتبر نموذج ARDL من الأدوات المرنة والمفيدة خاصة عندما تكون لديك بيانات زمنية قد تكون خليطاً من مستويات مختلفة من الاستقرارية $I(0)$ و $I(1)$ ، ولكن لا يجب أن تحتوي على متغيرات من الدرجة الثانية $I(2)$.

1.1. تعريف نموذج ARDL:

هو اختصار لـ Auto Regressive Distributed Lag Model، ويُترجم إلى نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع، ويُستخدم هذا النموذج في الاقتصاد القياسي لتحليل العلاقة

⁵⁶ نسيمه جلولي، محمد مقران، منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL كأحد تطبيقات القياس الاقتصادي، الملتقى الوطني الثاني حول تطبيقات القياس الاقتصادي والنمذجة المالية، جامعة بلحاج بوشعيب، الجزائر 14 نوفمبر 2019، ص ص 3-6.

بين متغير تابع وعدد من المتغيرات المستقلة، سواء كانت هذه المتغيرات على مستوى السلاسل الزمنية مستقرة عند المستوى $I(0)$ أو عند الفرق الأول $I(1)$.

نموذج ARDL هو نموذج انحدار زمني يدمج بين:

• تأخيرات من المتغير التابع $\Rightarrow (Y)$ هذا ما يسمى ب الانحدار الذاتي (Auto Regressive).

• تأخيرات من المتغيرات المستقلة $\Rightarrow (X)$ ما يُسمى ب الإبطاء الموزع (Distributed Lag).

وهو يُستخدم لتقدير العلاقة القصيرة والطويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية.

ويستخدم نموذج ARDL في:

- تحليل العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات؛
- اختبار وجود تكامل مشترك (Cointegration) ؛
- بناء نموذج للتنبؤ؛
- تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM) الذي يُظهر الديناميكية قصيرة الأجل والعلاقة طويلة الأجل.

2. مميزات نموذج ARDL:

يقدم هذا النموذج على عكس باقي اختبارات التكامل المشترك جملة من المميزات نوردها في: ⁵⁷

- لا يحتاج إلى أن تكون كل السلاسل مستقرة من نفس الرتبة، حيث يمكن استخدام النموذج عندما تكون المتغيرات مستقرة عند المستوى $I(0)$ أو مستقرة عند الفرق الأول $I(1)$ أو مزيج منهما؛
- لا يتطلب أن تكون جميع المتغيرات من نفس درجة التكامل وهذا غير متاح في نماذج أخرى مثل جوهانسن؛
- يعمل بكفاءة حتى مع حجم عينة صغير نسبياً، ما يجعله مثاليًا في الدراسات الاقتصادية التي تعاني من محدودية البيانات؛

⁵⁷تسمية جلولي، محمد مقران، مرجع سبق ذكره، ص6.

- تقدير العلاقات القصيرة والطويلة الأجل معاً، إذ يسمح بتحليل: التأثيرات قصيرة الأجل (من خلال التغيرات في المتغيرات) والعلاقات طويلة الأجل (من خلال معاملات المستوى) من خلال نموذج تصحيح الخطأ (ECM) ؛
- سهولة التطبيق والتفسير، إذ يمكن تنفيذه بسهولة في برامج مثل EViews وStata، ومعاملاته واضحة وسهلة التفسير اقتصادياً؛
- يعمل على اختبار العلاقة طويلة الأجل (التكامل المشترك) بطريقة بسيطة باستخدام اختبار الحدود (Bounds Test)، يمكن التحقق من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل دون الحاجة لتطبيق اختبارات أكثر تعقيداً مثل جوهانسن؛
- يدعم نمذجة الديناميكية الزمنية بشكل جيد، إذ أن النموذج يشمل تأخيرات من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ما يساعد على تحليل استجابة النظام للتغيرات بمرور الزمن؛
- التحكم في مشكلات التحيز الناتج عن الارتباط الذاتي، باستخدام تأخيرات مناسبة، يمكن للنموذج أن يخفف من مشاكل الارتباط الذاتي في البواقي.

3. خطوات النمذجة القياسية لمنهجية ARDL:

وتتمثل الخطوات فيما يلي: ⁵⁸

- التأكد من أن المتغيرات ليست متكاملة من الرتبة الثانية، وذلك عن طريق دراسة استقرارية السلاسل الزمنية؛
- صياغة نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد، والذي يكون نوع خاص من نموذج ARDL؛
- تحديد فترة التباطؤ المثلى للنموذج؛
- التأكد من أن أخطاء النموذج مستقرة ذاتياً؛
- تنفيذ اختبار الحدود لرؤية ما إذا كان هناك دليل على علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات؛

⁵⁸ محمد صلاح حمد الله، استخدام نموذج ARDL لقياس أثر السياسات الاقتصادية في النمو الاقتصادي في السودان (1999-2015)، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2018، ص ص 85-87.

- وإذا كانت النتيجة إيجابية في الخطوة السادسة، يتم تقدير العلاقة في الأجل القصير والطويل، فضلا عن فصل نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد؛
- التأكد من أن النموذج مستقر ديناميكيا.

4. الصيغة العامة لنموذج ARDL:

تكون الصيغة العامة لنموذج ARDL مكونة من متغير تابع وعدد من المتغيرات التفسيرية وتكون على الشكل:⁵⁹

$$\Delta y_t = a_0 + \sum_{i=0}^r a_{1i} \Delta y_{t-i} + \sum_{i=0}^r a_{2i} \Delta p_{t-i} + \sum_{i=0}^r a_{3i} \Delta m_{t-i} + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 p_{t-1} + \beta_2 m_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث:

r : الفرق الأول لقيم المتغير

a₀: الحد الثابت

Δ: عدد مدة الإبطاء الزمني المثلى

a_{1i}, a_{2i}, a_{3i}: المعاملات قصيرة الأجل للعلاقة الديناميكية

β₁, β₂, β₃: معاملات طويلة الأجل الذي من خلالها معرفة أمكانية وجود تكامل مشترك

t: الزمن

ε_t: حد الخطأ العشوائي

المبحث الثاني: تقدير نموذج الدراسة

بعد التطرق لمجمع صيدال وكذا الإجراءات ومنهجية الدراسة المتبعة الذي سلطنا الضوء فيه على نموذج ARDL وعينة الدراسة، سنحاول من خلال هذا المبحث تحديد أثر الخزينة في مردودية المؤسسة الاقتصادية في مجمع صيدال.

المطلب الأول: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

للتأكد من استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج محل الدراسة، لابد من إجراء اختبار جذر الوحدة للسلاسل الزمنية، وذلك بالاعتماد على اختبار Augmented (ADF) (Dickey-Fuller)، حيث يعتمد هذا الاختبار على فرضيتين:

⁵⁹Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J, **Bounds testing approaches to the analysis of level relationships**, journal of applied econometrics, New Jersey, 2000, 320-326.

- فرضية العدم H_0 : وتتمثل في أن السلسلة الزمنية للمتغير تحتوي على جذر الوحدة بمعنى أنها غير مستقرة.
- الفرضية البديلة H_1 : وتتمثل في أن السلسلة الزمنية للمتغير لا تحتوي على جذر الوحدة بمعنى أنها مستقرة ومتكاملة عند ذلك المستوى.

ويلخص الجدول التالي النتائج المتوصل إليها:

جدول رقم (4) : نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة لمجمع صيدال

	LT	LA	LM	ROE
AT Level	-	-	-	-
with intersept	0,0003	0,015	0,4	0,0783
with trend&intersept	0,003	0,1134	0,8468	0,078
None	0,5968	0,5757	0,4785	0,3162
At First Difference	-	-	-	-
with intersept	0	0,0001	0,0018	0
with trend&intersept	0,0004	0,0016	0,0081	0,0001
None	0	0	0,0001	0

المصدر: مخرجات Eviews13

- توضح النتائج المبينة أعلاه نتائج اختبار جذر الوحدة لسلاسل متغيرات الدراسة عند المستوى وعند الفرق الأول مع النماذج الثلاث أي بوجود قاطع بوجود قاطع واتجاه عام، بدون قاطع واتجاه عام، ولا تعتبر السلاسل مستقرة إلا إذا كانت مستقرة في النماذج الثلاثة، وعليه بالنظر إلى درجة احتمالية إحصائية t نجد أن:
- بالنسبة للمتغيرات المستقلة (LT, LA, LM)، والمتغير التابع (ROE) نلاحظ أنهم غير مستقرين عند المستوى الأول لأن احتمالية إحصائية t في اغلب النماذج أكبر من 10% وعليه نقبل الفرضية العدمية بأن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة وهي غير مستقرة لذلك سنقوم باختبارها عند الفرق الأول؛
 - بعد اختبار سلاسل الدراسة عند الفرق الأول اتضح أن كل المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول، ومتكاملة من الدرجة الأولى (1)، ومنه نرفض الفرضية العدمية ونقبل البديلة بأن

المتغيرات المعنية بالدراسة لا تحتوي على جذر الوحدة أي أنها مستقرة وهو ما يسمح بتطبيق منهجية ARDL.

بعد التأكد من استقرارية جميع متغيرات الدراسة عند الفرق الأول، أصبح من الممكن اختبار وجود علاقة تكامل مشترك باستخدام نموذج ARDL.

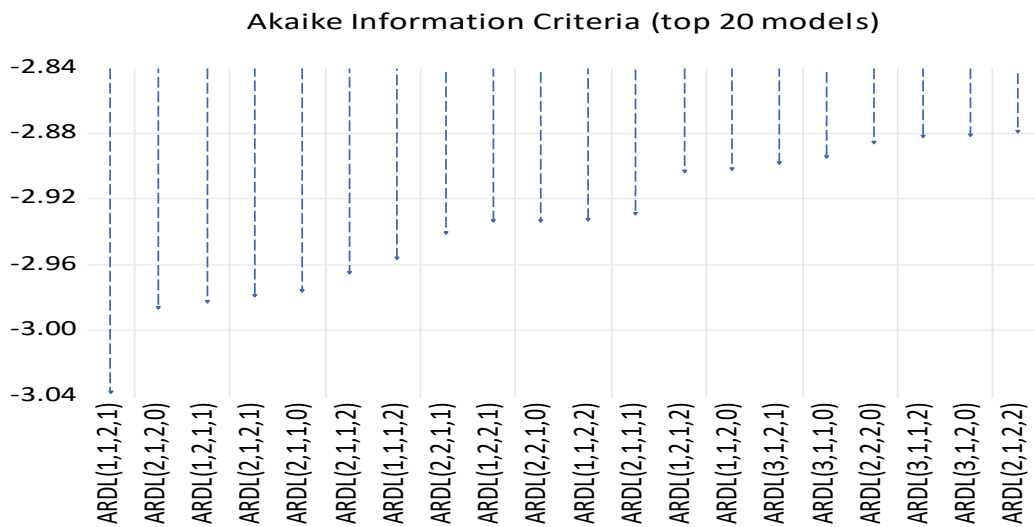
المطلب الثاني: تحليل نموذج الدراسة

سنقوم باختبار وجود علاقة تكامل مشترك بين نسب الخزينة المتمثلة في (LT,LA,LM) كمتغيرات مستقلة و ROE كمتغير تابع باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، ولكن قبل الشروع في تقدير النموذج لابد من تحديد عدد فترات الإبطاء المثلى.

1. اختبار فترات الإبطاء المثلى:

يمكننا من خلال هذا الاختبار اختيار النموذج الأنسب للدراسة، وذلك باستخدام معيار (AIC)، والشكل التالي يوضح النتائج المتحصل عليها:

شكل رقم (5): نتائج اختبار فترات الإبطاء المثلى للمتغيرات



المصدر: مخرجات برمجية Eviews13

باختيار أقل قيمة لمعيار (AIC)، تكون الفجوات الملائمة لهذا النموذج هي ARDL (1,1,2,1)، بمعنى فترة إبطاء للمؤشر ROE وفترة إبطاء واحدة لـ LA وفترتي إبطاء لـ LT وفترة إبطاء واحدة لـ LM.

2. اختبار الحدود:

للتأكد من مدى تحقق العلاقة التوازنية طويلة الأجل وأن هناك تكاملا مشتركا بين متغيرات الدراسة وفقا لمنهج الحدود BOUNDS TEST والجدول رقم (5) يوضح نتائج هذا الاختبار لدراستنا.

جدول رقم (5): نتائج اختبار الحدود للمتغير ROE

BOUNDS TEST

Null hypothesis: No levels relationship

Number of cointegrating variables: 3

Trend type: Rest. constant (Case 2)

Sample size: 20

Test Statistic			Value			
F-statistic			5.58577809069451			
10%			5%		1%	
Sample Size						
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
30	2.676	3.586	3.272	4.306	4.614	5.966
Asymptotic	2.37	3.2	2.79	3.67	3.65	4.66

* I(0) and I(1) are respectively the stationary and non-stationary bounds.

المصدر: مخرجات برمجية Eviews13

يوضح الجدول أعلاه نتائج اختبار الحدود للمتغير ROE، لتقييم وجود علاقة طويلة الأجل (تكامل مشترك) بين المتغيرات المستخدمة في نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الموزعة (ARDL)، النتيجة الأساسية التي تم التوصل إليها تشير إلى أن قيمة إحصائية F المحسوبة (5.5857) تجاوزت الحد الحرج العلوي (3.2) عند مستوى معنوية 10% وبالتالي نقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود تكامل مشترك بين ROE والمتغيرات المستقلة محل الدراسة في الأجل الطويلة.

3. الاختبارات التشخيصية للنموذج:

قبل اعتماد نموذج في تقدير العلاقة قصيرة وطويلة الجل لابد من اختبار جودة أداء النموذج من خلال الاختبارات التشخيصية الآتية:

أ. اختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائي:

يوضح الجدول رقم (6) الخاص باختبار ثبات تباين الأخطاء Heteroskedasticity Test ARCH نلاحظ أن قيمة إحصائية فيشر 0.0799 بمستوى احتمال 0.7807 وهي أكبر من مستوى معنوية 10%، وهذا يدل على ثبات تباين حد الأخطاء العشوائية في النموذج المقدر.

جدول رقم (6): اختبار ثبات تباين حد الخطأ العشوائي للمتغير ROE

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.079982	Prob. F(1,17)	0.780735
Obs*R-squared	0.088973	Prob. Chi-Square(1)	0.765485

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 05/18/25 Time: 12:32

Sample (adjusted): 2005 2023

Included observations: 19 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001241	0.000559	2.217826	0.040477
RESID^2(-1)	0.067871	0.239989	0.282811	0.780735
R-squared	0.004682	Mean dependent var		0.001338
Adjusted R-squared	-0.053865	S.D. dependent var		0.001881
S.E. of regression	0.001931	Akaike info criterion		-9.562230
Sum squared resid	6.339057	Schwarz criterion		-9.462816
Log likelihood	92.841193	Hannan-Quinn criter.		-9.545406
F-statistic	0.079982	Durbin-Watson stat		1.939252
Prob(F-statistic)	0.780735			

المصدر: مخرجات برمجية Eviews13

ب. اختبار الارتباط التسلسلي بين الأخطاء العشوائية:

نلاحظ من الجدول رقم (7) الخاص باختبار Serial correlation LM Test X أن قيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر 0.20170 بمستوى احتمالية 0.8209 وهي أكبر من مستوى المعنوية 10% وهذا يعني عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء.

جدول رقم (7): اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي للمتغير ROE

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.20170204	Prob. F(2,9)	0.8209341
Obs*R-squared	0.85799586	Prob. Chi-Square(2)	0.6511612

Test Equation:

Dependent Variable: RESID

Method: ARDL

Date: 05/18/25 Time: 12:30

Sample (adjusted): 2004 2023

Included observations: 20 after adjustments

Presample missing value lagged residuals set to zero.

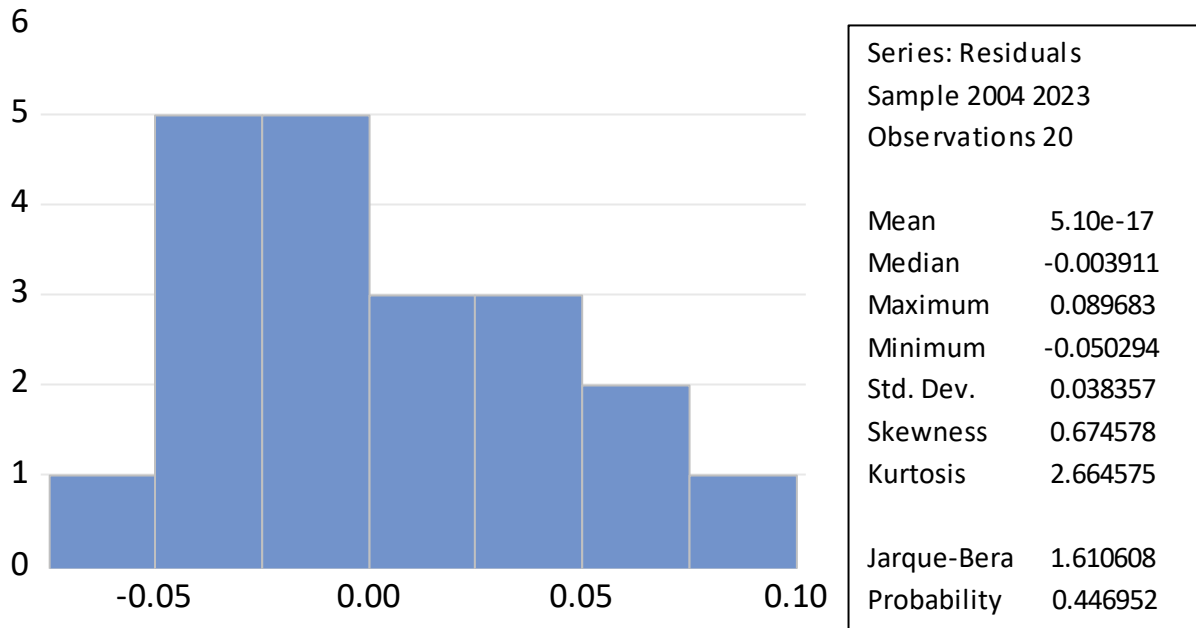
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X(-1)	0.050506	0.191425	0.263843	0.797842
A	0.016569	0.076238	0.217339	0.832790
A(-1)	-0.004582	0.067814	-0.067576	0.947600
B	-0.012673	0.101449	-0.124925	0.903328
B(-1)	0.001608	0.100500	0.016008	0.987576
B(-2)	0.004369	0.038343	0.113958	0.911772
Q	-0.028400	0.153049	-0.185566	0.856899
Q(-1)	0.020608	0.140955	0.146207	0.886980
C	-0.017630	0.122839	-0.143522	0.889039
RESID(-1)	-0.181059	0.408233	-0.443519	0.667860
RESID(-2)	0.144924	0.448759	0.322944	0.754113
R-squared	0.042899	Mean dependent var		5.1000e-17
Adjusted R-squared	-1.020544	S.D. dependent var		0.038357
S.E. of regression	0.054522	Akaike info criterion		-2.678896
Sum squared resid	0.026754	Schwarz criterion		-2.131244
Log likelihood	37.788969	Hannan-Quinn criter.		-2.571989
F-statistic	0.040340	Durbin-Watson stat		1.723932
Prob(F-statistic)	0.999989			

المصدر: مخرجات برمجية Eviews13

ت. اختبار توزيع الأخطاء العشوائية:

يبين الشكل رقم (5) الخاص باختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera والذي يبين لنا القيمة الاحتمالية لإحصائية Jarque-Bera تساوي 1.61 بمستوى احتمالية 0.44 وهي أكبر من مستوى المعنوية 10%، وعليه الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي.

شكل رقم (6) : اختبار توزيع الأخطاء العشوائية ROE

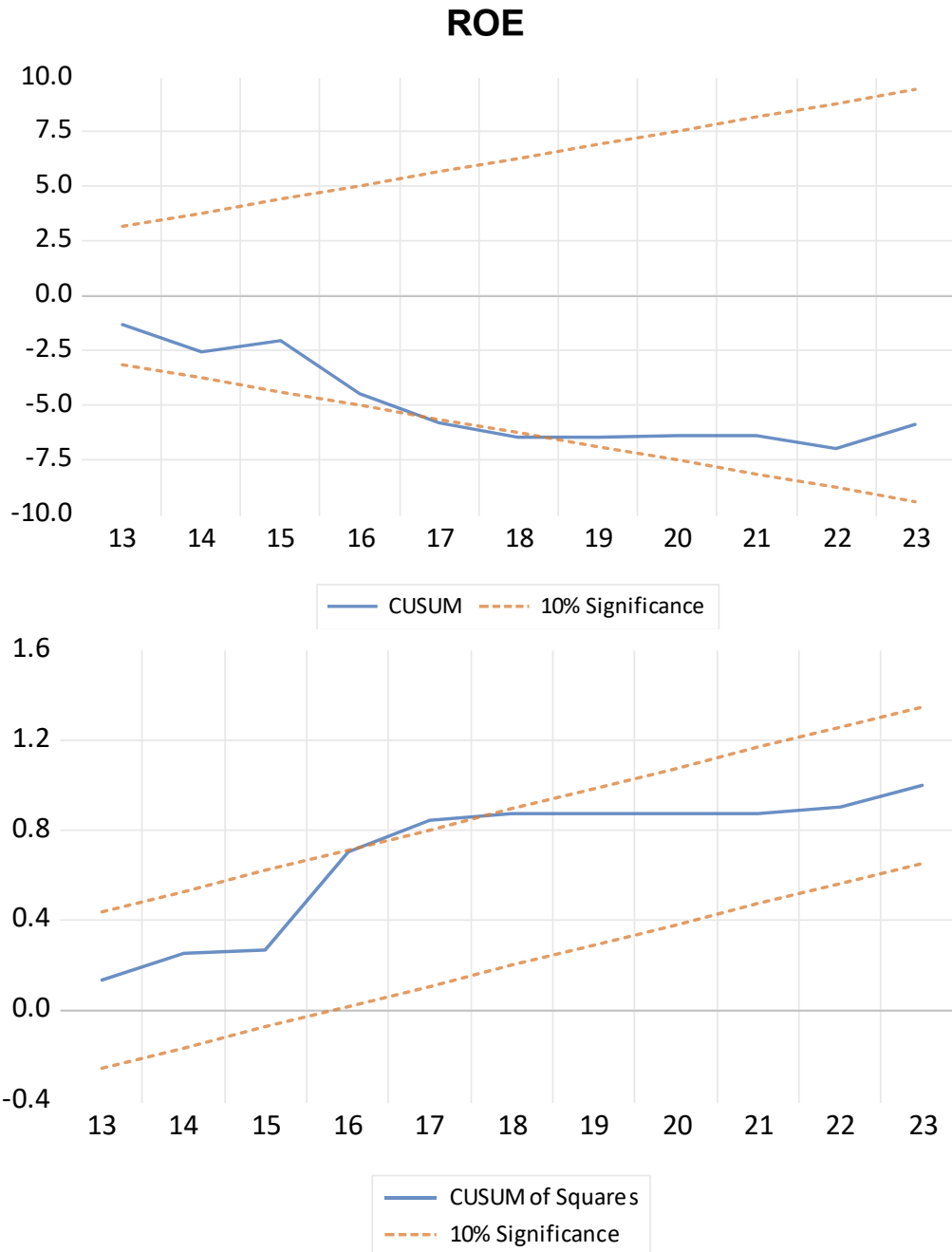


المصدر: مخرجات برمجية Eviews13

4. اختبار الاستقرار الهيكلي:

يتضح من خلال الشكل الموالي أن المعاملات المقدرة لنموذج ARDL المستخدمة مستقرة هيكلياً عبر الفترة محل الدراسة، مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة وانسجام في النموذج بين نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير والطويل، حيث وقع الشكلين السابقين المجموع التراكمي لتكرار البواقي والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 10%.

شكل رقم (7): المجموع التراكمي لتكرار البواقي والمجموع التراكمي لتكرار مربعات البواقي



المصدر: مخرجات برمجية Eviews13

5. نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل ونموذج تصحيح الخطأ

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات من خلال نتائج اختبار الحدود وأن أغلبيتها تتبع التوزيع الطبيعي، أصبح من الممكن تقييم العلاقة طويلة الأجل ونموذج تصحيح الخطأ.

أ. نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل: وهي مبينة في الجدول التالي:

جدول رقم (8) : نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل ROE

ARDL Long Run Form and Bounds Test
Dependent Variable: D(ROE)
Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 2)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 05/21/25 Time: 20:14
Sample: 2002 2023
Included observations: 20
Conditional Error Correction Regression

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.429755	0.108185	3.972395	0.0022
ROE(-1)*	-0.623186	0.153767	-4.052789	0.0019
LM(-1)	-0.023071	0.092274	-0.250028	0.8072
LT(-1)	-0.341956	0.089432	-3.823637	0.0028
LA(-1)	0.285778	0.112402	2.542466	0.0274
D(LM)	0.184513	0.117501	1.570310	0.1446
D(LT)	-0.049381	0.066138	-0.746629	0.4709
D(LA)	-0.047219	0.091733	-0.514738	0.6169
D(LA(-1))	0.017991	0.034845	0.516306	0.6159

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

Levels Equation
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LM	-0.037021	0.149920	-0.246939	0.8095
LT	-0.548722	0.181126	-3.029510	0.0115
LA	0.458576	0.214289	2.139993	0.0556
C	0.689610	0.196811	3.503925	0.0049

$$EC = ROE - (-0.0370*LM - 0.5487*LT + 0.4586*LA + 0.6896)$$

F-Bounds Test Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	5.585778	10%	2.37	3.2
K	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66
Finite Sample: n=30				
Actual Sample Size	20	10%	2.676	3.586
		5%	3.272	4.306
		1%	4.614	5.966

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

بالنظر للبيانات الإحصائية في الجدول أعلاه يتضح ما يلي:

- من أجل معلمة المتغير المستقل LA نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t تبلغ 2.1399 بمستوى احتمالية 0.055، وهي أصغر من مستوى المعنوية 10%، وعليه فمعلمة المتغير LA لها معنوية إحصائية عند المستوى 10%؛
 - من أجل معلمة المتغير المستقل LT نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t تبلغ 3.0295 بمستوى احتمالية 0.011، وهي أكبر من مستوى المعنوية 10%، وعليه فمعلمة المتغير LT لها معنوية إحصائية عند المستوى 10%؛
 - من أجل معلمة المتغير المستقل LM نلاحظ أن القيمة المطلقة لإحصائية t تبلغ 0.2469 بمستوى احتمالية 0.809، وهي أكبر من مستوى المعنوية 10%، وعليه فمعلمة المتغير LM ليس لها معنوية إحصائية عند المستوى 10%.
- من خلال ما سبق يمكن القول أنه حسب اختبار إحصائية ستودنت تبين أن معلمة LM ليس لها معنوية إحصائية، بينما معلمتي المتغيرين LA و LT لهما معنوية إحصائية، حيث تبين وجود علاقة طردية بين LA و ROE، إذ تغير LA بوحدة واحدة يؤدي إلى تغير ROE بـ 0.458576، بينما توجد علاقة عكسية بين LT و ROE، إذ تغير LT بوحدة واحدة يؤدي إلى تغير ROE بـ -0.548722.

ب. تقدير نموذج تصحيح الخطأ: تظهر في الجدول الموالي:

جدول رقم (9): تقدير نموذج تصحيح الخطأ

ERROR CORRECTION

Dependent Variable: D(X)

Method: ARDL

Date: 05/18/25 Time: 12:19

Sample: 2004 2023

Included observations: 20

Dependent lags: 3 (Automatic)

Automatic-lag linear regressors (2 max. lags): A B Q

Deterministics: Restricted constant and no trend (Case 2)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Number of models evaluated: 81

Selected model: ARDL(1,1,2,1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ*	-0.623185	0.100981	-6.171292	1.788882e-05
D(LA)	-0.049380	0.050467	-0.978474	0.343357
D(LT)	-0.047218	0.066662	-0.708271	0.489637
D(LT(-1))	0.017996	0.026475	0.679537	0.507148

D(LM)	0.184512	0.091068	2.026095	0.060921
R-squared	0.79273032	Mean dependent var		0.000119
Adjusted R-squared	0.73745841	S.D. dependent var		0.084254
S.E. of regression	0.04316944	Akaike info criterion		-3.235049
Sum squared resid	0.02795401	Schwarz criterion		-2.986116
Log likelihood	37.3504974	Hannan-Quinn criter.		-3.186453
F-statistic	14.3423718	Durbin-Watson stat		2.173620
Prob(F-statistic)	5.196612e-05			

* p-values are incompatible with t-Bounds distribution.

المصدر: مخرجات برمجية Eviews13

بالنظر إلى البيانات الإحصائية المعروضة في الجدول أعلاه يتبين لنا:

- من خلال اختبار ECM ARDL توضح أن قيمة معامل تصحيح الأخطاء $COINTEQ^*$ والذي يقيس قدرة النموذج على العودة إلى التوازن بعد حصول أي خلل أو اضطراب نتيجة لأمر طارئ، سالبة ومعنوية عند مستوى المعنوية، فقيمته الاحتمالية أكبر من 10% ، ما يدل على أن تبلغ حوالي 62.31% من أخطاء الأجل القصير يتم تصحيحها ذاتيا عبر الزمن من أجل بلوغ التوازن في الأجل الطويل، ما يعني وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الخزينة المردودية المالية لمجمع صيدال، وقد بلغت سرعة التعديل 0.6231، أي أن ROE كمتغير تابع يتعدل نحو قيمته التوازنية في كل فترة بنسبة 62.31%؛

- نلاحظ من خلال احتمالية إحصائية t بأن معامل المتغيرات المستقلة LM, LA, LT،

في الفترة القصيرة معنوية، بمعنى أن هذه المتغيرات تفسر التغير في ROE؛ وتظهر نتائج التقدير أن 79.27% من التغير في المردودية المالية مفسر من قبل المتغيرات المستقلة، حيث يبين وجود علاقة عكسية بين ROE ونسبة السيولة (الخزينة) العامة، فتغير LA بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير ROE بـ 0.04938. وأيضا يبين وجود علاقة عكسية بين ROE ونسبة الخزينة المختصرة حيث تغير LT بوحدة واحدة يؤدي إلى تغير ROE بـ 0.0472. كذلك تبين علاقة طردية بين كل من $LT(-1)$ و ROE بـ 0.0179، وأيضا تبين وجود علاقة طردية بين ROE ونسب الخزينة السريعة، حيث تغير LM بوحدة واحدة يؤدي إلى تغير ROE بـ 0.1845.

خلاصة الفصل الثاني:

من خلال هذا الفصل قمنا بإسقاط الجانب النظري في مؤسسة صيدال المدرجة في بورصة الجزائر من خلال تقدير نموذج قياسي لدراسة أثر إدارة الخزينة في المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية، حيث استخدمنا في هذه الدراسة نموذج ARDL وذلك للكشف على العلاقة بين متغيرات الدراسة.

توصلت الدراسة على وجود علاقة متفاوتة بين الخزينة والمردودية المالية لمجمع صيدال.

الخاتمة

تمهيد:

تناولت الدراسة أثر إدارة الخزينة على المردودية المالية في المؤسسات الاقتصادية، فبعد أن تم التطرق في الجانب النظري إلى مدخل مفاهيمي حول الخزينة ومؤشراتها وإدارتها تم التعرض إلى المردودية وأهميتها وأنواعها وشرح هذه الأنواع بشيء من التفصيل، ليتم بعد ذلك في الجانب التطبيقي اسقاط الدراسة النظرية على إحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الرائدة في صناعة الأدوية، وهي مجمع صيدال للفترة الممتدة من 2002 إلى 2023 بهدف دراسة الأثر الذي تحدثه الخزينة في المردودية المالية. وقم تم ذلك من خلال تحليل البيانات المالية لمجمع صيدال، بالإضافة إلى تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة ARDL من أجل التعرف على طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة ومدى وجود أثر وعلاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.

1- اختبار الفرضيات

➤ بالنسبة للفرضية الأولى: توجد علاقة عكسية بين توازن السيولة المالية ومستوى المردودية المالية للمؤسسة، هي فرضية صحيحة. حيث يؤدي توازن السيولة وإدارة الفائض بشكل استثماري إلى تحسين المردودية، بينما يؤدي عجز السيولة إلى تأكلها.

➤ بالنسبة للفرضية الثانية: توجد علاقة تكامل مشترك بين إدارة الخزينة والمردودية المالية في مجمع صيدال، هي فرضية صحيحة، حيث توجد علاقة تكامل مشترك انطلاقاً من اختبار التكامل المشترك بالانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة وفقاً لمنهج الحدود Bounds test، حيث كانت F المحسوبة والمقدرة بـ 5.58 أكبر من الحد الأعلى للقيم الحرجة.

➤ بالنسبة للفرضية الثالثة: تؤثر إدارة الخزينة في تفسير التغيرات في مؤشر المردودية المالية في مجمع صيدال. حيث توجد علاقة طردية بين إدارة الخزينة والمردودية المالية، كما أظهر معامل التحديد أن 79% من إدارة الخزينة مفسر من قبل المردودية المالية، وهو ما يثبت صحة الفرضية.

➤ بالنسبة للفرضية الرابعة: توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين إدارة الخزينة ومؤشر المردودية المالية في مجمع صيدال، حيث أظهر نموذج تصحيح الخطأ ECM وجود علاقة توازنية بين متغيرات الدراسة في المدى الطويل، وفسرت بنسبة 79.27% وهو ما يثبت صحة الفرضية.

2- نتائج الدراسة:

- أظهر اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) استقرارية السلاسل الزمنية أن المتغيرات المستقلة (LT, LA, LM) والمتغير التابع (ROE) غير مستقرين عن المستوى الأولى (0) ومستقرة عند الفروقات الأولى مستقرة عند الفروقات الأولى ومتكاملة من الرتبة (1)، مما سمح بتطبيق نموذج ARDL؛
- أظهر اختبار فترات الانبطاء المثلى أن الفجوات الملائمة لنموذج ARDL هي (1,1,2,1)؛
- أظهرت الاختبارات التشخيصية بأن النموذج يخلو من أي مشاكل؛
- أظهر اختبار الحدود وجود علاقة تكامل مشترك بين مؤشر ROE والمتغيرات المستقلة (LT, LA, LM).
- أظهرت نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل بوجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة (LT, LA, LM) والمتغير التابع (ROE) وهو المردودية المالية؛
- أظهرت نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ أن معلمات المتغير ROE في الفترة القصيرة معنوية، بمعنى أن 79.27% من التغير في المردودية المالية مفسر من قبل المتغيرات المستقلة، حيث يبين وجود علاقة عكسية بين ROE ونسبة السيولة (الخزينة) العامة، فتغير LA بوحدة واحدة تؤدي إلى تغير ROE بـ 0.4938. وأيضاً يبين وجود علاقة عكسية بين ROE ونسبة الخزينة المختصرة حيث تغير LT بوحدة واحدة يؤدي إلى تغير ROE بـ 0.0472. كذلك تبين علاقة طردية بين كل من (1-LT) و ROE بـ 0.0179، وأيضاً تبين وجود علاقة طردية بين ROE ونسب الخزينة السريعة، حيث تغير LM بوحدة واحدة يؤدي إلى تغير ROE بـ 0.1845.

3. الاقتراحات:

بناء على ما توصلت اليه الدراسة من نتائج الدراسة نقترح ما يلي:

- ضرورة اهتمام المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بالأداء المالي من خلال التركيز على مؤشرات خاصة تلك المتعلقة بالسيولة والمردودية، كونها تجمع أهداف الأطراف الداخلية والخارجية معا؛
- على إدارة بورصة الجزائر إلزام المؤسسات الاقتصادية المدرجة بها بضرورة استعمال أشكال موحدة ومفصلة للقوائم المالية، بما ستناسب مع مبدأ الشفافية والإفصاح المحاسبي، وذلك من أجل تسهيل عملية حساب بعض المتغيرات.
- من الضروري العمل على إدراج المزيد من المؤسسات الاقتصادية في بورصة الجزائر لتنشيطها بما يعود بالنفع على الاقتصاد الوطني؛
- التركيز على إدارة الخزينة قصيرة الأجل لتعزيز الربحية؛
- إعادة تقييم استراتيجية إدارة الخزينة طويلة الأجل؛
- تعزيز التحليل المالي الداخلي وإعداد التقارير التفصيلية؛
- السهر على متابعة الخزينة من أجل ترشيد القرارات؛
- ضرورة الاهتمام بإدارة الخزينة وعدم الاكتفاء بالتقنيات والمؤشرات التقليدية، لما لها من أهمية كبيرة على المدينين القصير والطويل، الأمر الذي سينعكس على القرارات المالية المستقبلية والذي سيمتد أثره لكل الأطراف ذات العلاقة؛
- تعزيز التعاون بين المؤسسات الاقتصادية والمؤسسات البحثية بما يحقق المنفعة لكل الأطراف.

4. آفاق الدراسة:

لقد تطرقنا في هذه الدراسة إلى أثر إدارة الخزينة في المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية وهو موضوع مهم يستدعي المزيد من البحث. وبناء على النتائج التي توصلنا إليها، نوصي إعادة هذه الدراسة باستخدام مؤشرات أخرى إضافية لم يتم تناولها وكذلك توسيع

العينة لتشمل مؤسسات أخرى. وفي هذا السياق، نقترح مواضيع بحثية مستقبلية لتعميق الفهم نحو هذه الدراسة تتمثل فيما يلي:

- أثر مؤشرات إدارة الخزينة في المردودية المالية للمؤسسات الخاصة؛
- أثر مؤشرات إدارة الخزينة في المردودية المالية للمؤسسات العمومية؛
- تحليل أثر مخاطر السيولة في مردودية المؤسسات الاقتصادية.

قائمة المراجع

-المراجع باللغة العربية:

-الكتب:

- أحمد توفيق، إدارة الأعمال (مدخل وظيفي)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات، الجزائر، 2001.
- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- أمين السيد أحمد لطفي، إعداد وعرض القوائم المالية على ضوء معايير محاسبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- باديس بن يحيى بخلوه، الأمثلة في تسيير خزينة المؤسسة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- بلعور هشام، التسيير المالي، جامعه غرداية الجزائر، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، 2016.
- حماد طارق عبد العال، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان، الدار الجامعية الجديدة للنشر، القاهرة، 2006.
- خميسي شبحه، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومه للنشر، الجزائر، 2013.
- رجم نصيب، إدارة الخزينة (دروس وتطبيقات)، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2013.
- سعد صادق بحيري، إدارة توازن الأداء، دار نشر الثقافة، الإسكندرية، 2004.
- شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقا للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS، دار زهران -لنشر والتوزيع، عمان، 2012.

- صالح محمد الحناوي، أدوات تحليل والتخطيط في الإدارة، دار النهضة العربية، القاهرة 1973.
- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008،
- عبد الحق بوعتروس، الوجيز في البنوك التجارية (عمليات، تقنيات وتطبيقات)، قسنطينة، 2000.
- عبد الحليم كراجه، الادارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر، عمان، 2004.
- عبد الله السنفي، الإدارة المالية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، 2013.
- عدنان نايف النعيمي وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- قاسم محسن الحبيطي، زياد هاشم يحيى، تحليل ومناقشة القوائم المالية، الدار النموذجية للطباعة والنشر، بيروت، 2011.
- مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- محمد موسى لفقة العربي، رشيد عباس الجزراوي، إدارة رؤوس الأموال وأثرها على تشغيل المنشأة، مركز الكتاب العربي الأكاديمي، عمان، 2015.
- محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، دار الاعصار العملي للنشر والتوزيع ومكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
- مفلح محمد عقل، مقدمة في الادارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- مليكة زغيب، بوشنقير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2017.

-منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية (مدخل اتخاذ القرارات)، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1996.

-ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1997.

-الرسائل العلمية:

-خاك هادفي، مساهمة النظام المحاسبي المالي في تطوير أساليب التحليل المالي للمؤسسة الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة 2018.

-دهيبة بن عبد الرحمان، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2009، رسالة ماجستير، تخصص مالية للأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012.

- عبد القادر شيخ مساهمة محاسبة المسؤولية الاجتماعية في تحسين جودة القوائم المالية، أطروحة مقدمة للحصول على درجة دكتوراه في علوم المالية والمحاسبة، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكرة 2020.

-عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، قياس وتقييم (دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل، بسكرة)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2002.

-غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها دراسة حالة مجمع في صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012.

- إسمى فرات، أثر النمط القيادي على السلوك الإبداعي للمرؤوسين، أطروحة مقدمة للحصول على درجة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال، جامعة الجزائر - 3، 2015.
- محمد سامي لزعر، التحليل المالي للقوائم وفق النظام المحاسبي دراسة حالة، رسالة - ماجستير، تخصص الإدارة المالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012.
- محمد صلاح حمد الله، استخدام نموذج ARDL لقياس أثر السياسات الاقتصادية في النمو الاقتصادي في السودان (1999-2015)، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد التطبيقي، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا ، 2018.
- المجلات والملتقيات:
- بلخير بكاري، عبد الرحمان دغوم، دراسة أثر الرفع المالي على المردودية الاقتصادية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 08، العدد 01، جامعة الاغواط، 2017.
- نسيمة جلولي، محمد مقران، منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL كأحد تطبيقات القياس الاقتصادي، الملتقى الوطني الثاني حول تطبيقات القياس الاقتصادي والنمذجة المالية، جامعة بلحاج بوشعيب الجزائر 14 نوفمبر 2019.
- المطبوعات:
- سعيدة بورديمة، التسيير المالي (مطبوعة دروس)، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، 2014/2015.
- المواقع الالكترونية:
- الموقع الرسمي لمجمع صيدال، تاريخ الاطلاع 2025/04/28، على الساعة 15:20، متاحة على الموقع <https://www.saidalgroup.dz/saidal>

-قوانين:

-الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، قرار مؤرخ في 26 يوليو سنة 2008 يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية الجزائرية العدد 19، المؤرخة في 25 مارس 2009.

-المراجع الأجنبية:

-الكتب:

-Abdessamad Raghibi¹, Cuong Nguyen Thanh², and Lahsen Oubdi³, optimal level, partial speed of adjustment and determinants of corporate cash holding: evidence from mena countries, national school of business and management (ENCG), Ibn Zohr University, Morocco, 2021.

-Beatrice et Francis Grandguillot, **l'analyse financière**, 5 éditions, gualion éditeur, eja, paris, 2008.

-Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management**, cengage cearning, Boston, 2019.

-Gauthier noel, Causse genvieve, **la trésorerie dans l'entreprise**, publi- union edition, paris ,1981.

-Gilbert riebold: **cash-flow et tableau de financement intégral**, edition d'organisation, paris, 1984.

-Jack Forget, **Gestion de tresorie**, édition d'organisation, France, 2005.

Justin pettit, **strategic corporate finance: applications in valuation and capital structure**, wiley, 2007.

-Philippe Rousselot, Jean Fraçois Verdiém, **La gestion de trésorerie**, 2ème édition, Dunod, Paris, 2017.

-Pierre conso, Forook hemeci, **gestion financière de l'entreprise**, 9emeedition, edition duhod, paris, 1999.

-Pierre vernimmen, Pascalquiry, Yann le fur, **finance d'entreprise**, dalloz ,2024

-Stephen.A.ROSS et autres, **Finance corporat**,ed dunod, Paris, 2005.

-المقالات الأكاديمية:

-Baumol, W. J, **The Transact”ons Demand for Cash: AnInventory Theoretic Approach**, the quarterly journal of economics, 1952.

-Dashi E, **financial profitability of firms and its determining factors**, acta universitatis danubius, Œconomica, 2015.

-Kaouther Jouaber Snoussi, Marie-Josehe righbert, **finance d'entreprise**, 3eme edition, paris, france,2016.

-Miller, M. H., Orr, **a model of the emand for money by firms**, quarterly journal of economics,1966.

-Pesaran, M. H, Shin, Y, & Smith, R. J, **Bounds testing approaches to the analysis of level relationships**, journal of applied econometrics, New Jersey, 2000.

الملاحق

ملحق رقم (1): متغيرات الدراسة

Année	LT	LA	LM	ROE
2002	0,1370295	0,08753583	0,01076684	0,00671
2003	2,02485326	1,26375966	0,25564375	0,08840444
2004	2,02283358	1,09855167	0,12477364	0,08053423
2005	1,86008691	1,11082569	0,20347701	0,07459387
2006	1,85000347	1,01792918	0,143367	0,092688
2007	1,93403066	1,09187333	0,1481498	0,14196683
2008	1,72574495	0,9030412	0,17754102	0,18307585
2009	1,94380992	0,91523355	0,2727798	0,2551
2010	1,91689761	1,06788416	0,4144103	0,0935
2011	2,08210711	1,2746519	0,7518206	0,1494
2012	2,0783512	1,38706914	0,8007759	0,1332
2013	2,25230454	1,58894639	0,64885702	0,1587
2014	3,37389593	2,35599512	0,94376929	0,084
2015	2,86655104	2,12339166	0,89606602	0,0559
2016	2,11822379	1,35728418	0,6814712	0,05496
2017	2,03142838	1,34061762	0,67040363	0,04927391
2018	2,16609024	1,24224239	0,46068304	0,05931451
2019	2,20580538	1,09369176	0,30971947	0,03643938
2020	2,32643516	1,30260969	0,43537959	0,00854239
2021	2,73986213	1,28128516	0,56088349	0,00212524
2022	1,85767576	1,2313616	0,36809388	-0,15750599
2023	2,10035166	1,28493647	0,35817361	0,09080239

ملحق رقم (2): نموذج ARDL

ARDL DIRECT

Dependent Variable: X

Method: ARDL

Date: 05/18/25 Time: 12:19

Sample: 2004 2023

Included observations: 20

Dependent lags: 3 (Automatic)

Automatic-lag linear regressors (2 max. lags): A B Q

Deterministics: Restricted constant and no trend (Case 2)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Number of models evaluated: 81

Selected model: ARDL(1,1,2,1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
X(-1)	0.3768143500.15376711112.45055231560.03221421 1904565 081532 08124 368060311	-	-	-
A	0.0493808660.06613841090.74662917220.47094454 99719417 1515636 754105 96083681	-	-	-0.00051318
A(-1)	0.2925749920.06036160574.8470379199 570106305 17228 8943826 79809 66	-	-	-
B	0.0472185380.09173312970.51473812200.61692058 95359588 7426249 91676 51583031	-	-	0.00302618
B(-1)	0.3509877290.09275653683.7839675928 918627305 5411918 7100886 10091 4	-	-	-
B(-2)	0.0179909090.03484541190.51630641240.61586059 63223676 4598801 517597 45037092	-	-	-
Q	0.1845128030.11750090541.57030962970.14464300 3494998 574295 95565 75173388	-	-	-
Q(-1)	0.2075837700.11750004291.76666974030.10498095 3742663 52001 59709 90442554	-	-	0.00218710
C	0.4297548010.10818530263.9723954273 545913886 5234188 425298 47758 6	-	-	-
R-squared	0.787290476 6369332	Mean dependent var	0.08233053 049999999	0.08316714
Adjusted R-squared	0.632592641 4637936	S.D. dependent var	0.08316714 794053955	-
S.E. of regression	0.050411048 86206026	Akaike info criterion	2.83504974 3300651	-
Sum squared resid	0.027954012 3211033	Schwarz criterion	2.38697022 0201355	-
Log likelihood	37.35049743 30065	Hannan-Quinn criter.	2.74757991 2972197	-
F-statistic	5.089214569 523802	Durbin-Watson stat	2.17362104 964256	-
Prob(F-statistic)	0.007674961 172166885			-

*Note: p-values and any subsequent test results do not account for model selection.

الملخص:

تهدف الدراسة إلى قياس أثر إدارة الخزينة في المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية لمجمع صيدال، وذلك باتباع المنهج القياسي من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي وفق منهجية ARDL لتقدير علاقة كل من إدارة الخزينة والمردودية المالية خلال الفترة 2002-2023.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات إدارة الخزينة والمردودية المالية. كما أظهرت نتائج التقدير أن 79.27% من التغير في المردودية المالية مفسر من قبل التغير إدارة الخزينة.

الكلمات المفتاحية: إدارة الخزينة، المردودية المالية، نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة (ARDL)، مجمع صيدال.

Abstract :

The study aims to measure the impact of treasury (cash) management on the financial profitability of the Saidal Group, this was achieved by employing an econometric approach using an Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model to estimate the relationship between treasury management and changes in financial profitability during the period (2002-2023).

The study concluded that there is a long-term equilibrium relationship between treasury management variables and financial profitability. Furthermore, the estimation results showed that 79.27% of the change in financial profitability is explained by the change in treasury management.

Keywords: Treasury management, financial profitability, Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model, Saidal Group.