



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

الموضوع:

دور التسيير الإستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في اتخاذ  
القرارات المالية - دراسة حالة شركات مسعرة في البورصة الجزائرية

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه ل م د في علوم التسيير  
تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

د.د. حناشي توفيق

إعداد الباحث:

د.د. سخاف ياسين

أعضاء لجنة المناقشة:

د.أ.د يحيى دريس	د.د. أستاذ	د.د. جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي-تبسة	د.د. رئيساً
د. د. توفيق حناشي	د.د. أستاذ محاضر - أ-	د.د. جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي-تبسة	د.د. مقررأ
د.د. صالح محرز	د.د. أستاذ محاضر - أ-	د.د. جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي-تبسة	د.د. ممتحنأ
د.د. عمر سعيدان	د.د. أستاذ محاضر - أ-	د.د. جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي-تبسة	د.د. ممتحنأ
د.أ.د حمزة بعلي	د.د. أستاذ	د.د. جامعة 8 ماي 1945 - قالملة	د.د. ممتحنأ
د. د. فرحات هولي	د.د. أستاذ محاضر - أ-	د.د. المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف - ميلة	د.د. ممتحنأ

السنة الجامعية: 2024 / 2023



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

الموضوع:

دور التسيير الإستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في اتخاذ  
القرارات المالية - دراسة حالة شركات مسعرة في البورصة الجزائرية

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه ل م د في علوم التسيير  
تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

د حناشي توفيق

إعداد الباحث:

د سخاف ياسين

أعضاء لجنة المناقشة:

د.أ. د يحيى دريس	د. أستاذ	د. جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	د. رئيساً
د. توفيق حناشي	د. أستاذ محاضر - أ -	د. جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	د. مقررأ
د. صالح محرز	د. أستاذ محاضر - أ -	د. جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	د. ممتحنا
د. عمر سعيدان	د. أستاذ محاضر - أ -	د. جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة	د. ممتحنا
د. أ. د حمزة بعلي	د. أستاذ	د. جامعة 8 ماي 1945 - قالم	د. ممتحنا
د. د. فرحات هولي	د. أستاذ محاضر - أ -	د. المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف - ميله	د. ممتحنا

السنة الجامعية: 2024 / 2023

# الشكر

الحمد لله الذي بفضلته تتم الصالحات

الحمد لله وحده وله الفضل كله علي في اتمام هذا العمل وإخراجه في شكله النهائي

أتوجه بالشكر إلى إدارة جامعة الشيخ العربي تبسي من المدير إلى العمداء ورؤساء الأقسام

إلى رئيس مشروع الدكتوراه الأستاذ الدكتور يحيى دريس وكل أعضاء لجنة التكوين وأخص بالذكر أ.د صالح محرز

وأ.د.قتال عبد العزيز

أتقدم بجزيل الشكر وصادق الامتنان والعرفان للأستاذ. د حناشي توفيق على تفضله بالإشراف علي هذه الدراسة

وعلى الدعم والتوجيه والمساندة وسعة الصدر والتواضع.

كل التقدير والاحترام لأعضاء لجنة المناقشة الذين تحملوا مشقة الحضور وعناء مناقشة

وإثراء هذا العمل

الشكر كذلك لعمال مكتبة كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجاوية وعلوم التسيير بجامعة تبسة على مساعدتهم

أتوجه بالشكر الجزيل للوالدين الكريمين على دعمهما وخاصة خاصة لأمي الحنونة

أشكر أهلي على تشجيعي والوقوف معي.

# الإهداء

إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما

إلى أهلي الكريمة

إلى كل إخوتي وعائلي

إلى كل الأصدقاء وزملاء الدراسة

الملخصات

ملخص الدراسة بالعربية:

الملخص:

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى إبراز دور التسيير الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية في عملية تقييم واتخاذ القرارات المالية ذات الأهداف الإستراتيجية، وذلك من خلال دراسة وتحليل التدفقات المالية الداخلة والصادرة عن الخزينة ومتابعتها باستمرار من أجل تخطيطها في المدى المتوسط والطويل بهدف اتخاذ قرارات مالية بعيدة المدى،

ولتوضيح ذلك أكثر، أجرينا دراسة حالة لعينة من الشركات الاقتصادية الجزائرية المتنوعة التي تنشط في البورصة الجزائرية، وذلك بإعداد جدول التدفقات المالية متعدد السنوات TPF، الذي يتوفر على العديد من الميزات التي تفسح المجال للتحليل المالي والاقتصادي للشركات، و تخطيط الموضع الاستراتيجي في مصفوفة BCG، أعطت نتائج جد إيجابية أظهرت لنا بوضوح دور التسيير الاستراتيجي لخزينة الشركات الجزائرية المدرجة في البورصة في عملية تقييم واتخاذ القرارات المالية ذات الأهداف الإستراتيجية.

**الكلمات المفتاحية:** التسيير الاستراتيجي، الخزينة، القرارات المالية، الجدول متعدد السنوات للتدفقات المالية، مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية،

ملخص الدراسة بالانجليزية

**Abstract:**

The purpose of this study is to highlight the role of strategic treasury management in the economic enterprise in the process of evaluating and making strategic financial decisions. This is achieved through the study and analysis of incoming and outgoing financial flows of the treasury, continuously monitored for the purpose of planning in the medium and long term to make long-term financial decisions. To further clarify this, we conducted an applied study on a sample of diverse Algerian economic companies listed on the Algerian stock exchange, by preparing the multi-year cash flow table (TPFF), which has many features allowing for financial and economic analysis of firms, as well as planning the strategic positioning in the BCG matrix. The results showed clearly positive outcomes, demonstrating the significant role of strategic treasury management in Algerian listed economic companies in the process of evaluating and making strategic financial decisions.

**Keywords :** strategic management, cash flow, financial decision multi-years table of financial flow, **BCG**.

**Resumé :**

Le but de cette étude est de mettre en relief le rôle de la gestion stratégique de la trésorerie de l'entreprise dans l'évaluation et la prise de décisions financières stratégiques, à travers l'étude et l'analyse des flux financiers provenant et sortant de la trésorerie ainsi leur suivi contuellement, afin de planifier la trésorerie à moyen et long terme dans le but de prendre des décisions financières à long terme. Pour clarifier davantage cela, nous avons mené une étude de cas d'un échantillon contenant des différentes sociétés économiques algériennes cotées à la Bourse algérienne, en élaborant le tableau pluriannuel des flux financiers (TPFF), qui possède de nombreux atouts permettant d'effectuer le diagnostic financier et économique des firmes, ainsi de planifier le positionnement stratégique dans la matrice BCG. Cela a donné des résultats très positifs qui nous ont clairement montré le rôle de la gestion stratégique de la trésorerie des sociétés économiques algériennes cotées dans le la prise des décisions financières stratégiques.

**Mots clés:** gestion stratégique, trésorerie, Décision financière, TPFF, BCG.

# قائمة الفهارس

الصفحة	المحتويات
-	الشكر
-	الاهداء
ii	ملخص الدراسة باللغة العربية
iii	ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية
iv	ملخص الدراسة باللغة الفرنسية
vi	الفهرس العام
viii	فهرس الجداول
ix	فهرس الأشكال
xii	قائمة الملاحق
xiv	قائمة المختصرات
من أ إلى ذ	مقدمة
<b>الفصل الأول: الإطار النظري والمفاهيمي للتسيير الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية واتخاذ القرارات المالية</b>	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: التسيير الاستراتيجي للخزينة واتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية
03	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول خزينة المؤسسة الاقتصادية
29	المطلب الثاني: التسيير الإستراتيجي لخزينة المؤسسة
49	المطلب الثالث: اتخاذ القرارات المالية
59	المبحث الثاني: دور التسيير الاستراتيجي للخزينة في اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية
59	المطلب الأول: مؤشرات الجدول المتعدد السنوات للتدفقات المالية
64	المطلب الثاني: جدول التدفقات المالية متعدد السنوات كأداة للتشخيص الاستراتيجي وإعداد

	الميزانية التقديرية للخزينة
70	المطلب الثالث دور التسيير الاستراتيجي للخزينة في عملية اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية
72	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
72	المطلب الأول الدراسات ذات الصلة بالتسيير الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية
78	المطلب الثاني الدراسات ذات الصلة باتخاذ القرارات المالية
85	المطلب الثالث الدراسات ذات الصلة بالتسيير الاستراتيجي للخزينة واتخاذ القرارات المالية
90	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثاني: دراسة حالة لمجموعة من الشركات المسجلة في البورصة الجزائرية</b>	
92	تمهيد
93	المبحث الأول: الإطار التقديمي والمفاهيمي للدراسة
93	المطلب الأول: نمذجة الدراسة و متغيراتها:
95	المطلب الثاني: تقديم مجتمع وعينة الدراسة
112	المبحث الثاني: قراءة مالية للوضعية المالية والاقتصادية للشركات محل الدراسة
112	المطلب الأول: بناء جدول TPFف للشركات وعرض النتائج
164	المطلب الثاني: الوضعية المالية للشركات محل الدراسة وأبرز الفروقات
174	المبحث الثالث: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة
174	المطلب الأول: تحليل الموضوع الاستراتيجي للشركات في مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية BCG
181	المطلب الثاني: دراسة وتقييم القرارات المالية المتخذة في الشركات محل الدراسة
197	خلاصة الفصل
199	الخاتمة

208	قائمة المراجع
215	قائمة الملاحق

### فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
08	التدفقات النقدية المتولدة من أنشطة المؤسسة	01
10	يوضح الخزينة في المؤسسة	02
17	جدول تدفقات الخزينة لبنك فرنسا	03
19	جدول تدفقات الخزينة OEC والطريقة غير المباشرة	04
20	جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة	05
22	النقاط المشتركة والاختلافات الجوهرية بين نماذج جدول تدفقات الخزينة	06
26	جدول التدفقات المالية متعدد السنوات TPF	07
47	الميزانية التقديرية للخزينة	08
99	يمثل توزيع رأس المال الاجتماعي لشركة بيوفارم حسب الوحدات	09
103	توزيع رأس المال الاجتماعي لشركة صيدال حسب الوحدات	10
106	توزيع رأس المال الاجتماعي لشركة الأوراسي	11
110	توزيع رأس المال الاجتماعي لشركة AOM Invest حسب الشركاء	12
113	جدول التدفقات المالية متعدد السنوات لمجمع بيوفارم للفترة 2019-2023	13
125	جدول التدفقات المالية متعدد السنوات لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023	14
138	جدول التدفقات المالية متعدد السنوات لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023	15
151	جدول التدفقات المالية متعدد السنوات لمجمع صيدال للفترة 2019-2023	16
165	الوضعية المالية لشركة بيوفارم حسب منطقتي TPF	17
166	الوضعية المالية لشركة الأوراسي حسب منطقتي TPF	18
167	الوضعية المالية لشركة AOM Invest حسب منطقتي TPF	19
168	الوضعية المالية لشركة صيدال حسب منطقتي TPF	20

169	مقارنة شركات قطاع الانتاج الصيدلاني وقطاع الفنادق والسياحة	21
-----	--	----

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
06	دورة الاستغلال في المؤسسة	01
07	دورة الاستثمار في المؤسسة	02
11	تمثيل لرأس المال العامل الصافي الاجمالي	03
11	تمثيل للاحتياج في رأس المال العامل	04
13	تمثيل الخزينة الصافية	05
32	نموذج جامعة هارفارد للتحليل الاستراتيجي	06
33	مصنوفة SWOT	07
34	مصنوفة SWOT	08
36	مصنوفة BCG	09
37	مصنوفة GE McKinsey	10
39	مصنوفة ADL	11
42	نموذج تحليل السلاسل الزمنية	12
44	الميزانية التقديرية الشاملة	13
46	السلاسل الزمنية الموسمية	14
53	خطوات صناعة القرار المالي في المؤسسة الاقتصادية	15
94	نموذج الدراسة	16
98	الهيكل القانوني لشركة بيوفارم	17
99	توزيع رأس مال شركة بيوفارم	18
100	توزيع الأسهم لشركة بيوفارم حسب الوحدات	19
102	الهيكل التنظيمي لشركة صيدال	20
103	توزيع رأس مال شركة صيدال	21
104	توزيع الأسهم لشركة صيدال حسب الوحدات	22
105	الهيكل التنظيمي لشركة الأوراسي	23
106	توزيع رأس مال شركة الأوراسي	24

107	توزيع الأسهم لشركة الأوراسي حسب الوحدات وحسب ملكيتها	25
109	يمثل الهيكل التنظيمي لشركة AOM Invest	26
111	توزيع رأس مال شركة AOM Invest	27
111	تطور رأس مال شركة AOM Invest في الفترة 2011-2016	28
114	نمو رقم الأعمال لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023	29
115	نمو الإستهلاكات الوسيطة لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023	30
116	نمو القيمة المضافة لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023	31
117	نمو تكاليف الأجور لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023	32
118	نمو الفائض الإجمالي للاستغلال لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023	33
119	نمو التغير الاحتياج في BFRex لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023	34
120	نمو فائض خزينة الاستغلال لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023	35
121	نمو الرصيد الاقتصادي لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023	36
122	نمو الرصيد المالي لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023	37
123	نمو الرصيد الجاري لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023	38
124	نمو الخزينة لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023	39
126	نمو رقم أعمال شركة الأوراسي للفترة 2019-2023	40
127	نمو الإستهلاكات الوسيطة لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023	41
128	نمو القيمة المضافة لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023	42
129	نمو تكاليف الأجور لشركة الأوراسي للفترة 2014-2018	43
130	نمو الفائض الإجمالي للاستغلال لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023	44
131	نمو التغير الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023	45
132	نمو فائض خزينة الاستغلال لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023	46
133	نمو الرصيد الاقتصادي لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023	47
134	نمو الرصيد المالي لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023	48
135	نمو الرصيد الجاري لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023	49
136	نمو خزينة شركة الأوراسي للفترة 2019-2023	50
136	نمو المؤشرات المكونة لمؤشر خزينة شركة الأوراسي للفترة 2019-2023	51

139	نمو رقم أعمال شركة AOM للفترة 2019-2023	52
140	نمو الإستهلاكات الوسيطة لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023	53
141	نمو القيمة المضافة شركة AOM Invest للفترة 2019-2023	54
142	نمو تكاليف الأجور شركة AOM Invest للفترة 2019-2023	55
143	نمو الفائض الإجمالي للاستغلال لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023	56
144	نمو التغير الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023	57
145	نمو فائض خزينة الاستغلال لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023	58
146	نمو الرصيد الاقتصادي لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023	59
147	نمو الرصيد المالي لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023	60
148	نمو الرصيد الجاري لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023	61
149	نمو خزينة شركة AOM Invest للفترة 2019-2023	62
149	نمو الأرصدة المكونة لخبزينة شركة AOM Invest للفترة 2019-2023	63
152	نمو رقم الأعمال لمجمع صيدال للفترة 2019-2023	64
153	نمو الإستهلاكات الوسيطة لمجمع صيدال للفترة 2019-2023	65
154	نمو القيمة المضافة لمجمع صيدال للفترة 2019-2023	66
155	نمو تكاليف الأجور لمجمع صيدال للفترة 2019-2023	67
156	نمو الفائض الإجمالي للاستغلال لمجمع صيدال للفترة 2019-2023	68
157	يمثل نمو التغير الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال لمجمع صيدال للفترة 2019-2023	69
158	نمو فائض خزينة الاستغلال لمجمع صيدال للفترة 2019-2023	70
159	نمو الرصيد الاقتصادي لمجمع صيدال للفترة 2019-2023	71
160	نمو الأرصدة المكونة للرصيد الاقتصادي لمجمع صيدال للفترة 2019-2023	72
161	نمو الرصيد المالي لمجمع صيدال للفترة 2019-2023	73
162	نمو الرصيد الجاري لمجمع صيدال للفترة 2019-2023	74
163	نمو خزينة مجمع صيدال للفترة 2019-2023	75
170	تطور حجم وكفاءة النشاط لشركة بيوفارم 2019-2023	76
171	تطور حجم وكفاءة النشاط لشركة صيدال 2019-2023	77

172	تطور حجم وكفاءة النشاط لشركة الأوراسي 2019-2023	78
173	تطور حجم وكفاءة النشاط لشركة AOM Invest 2019-2023	79
174	الموضع الاستراتيجي في مصفوفة BCG للشركات خلال سنة 2019 (الماضي)	80
176	الموضع الاستراتيجي في مصفوفة BCG للشركات خلال سنة 2020 (الماضي)	81
177	الموضع الاستراتيجي في مصفوفة BCG للشركات خلال سنة 2021 (الحاضر)	82
179	الموضع الاستراتيجي في مصفوفة BCG للشركات خلال سنة 2022 (المستقبل)	83
180	الموضع الاستراتيجي في مصفوفة BCG للشركات خلال سنة 2023 (المستقبل)	84
182	تغير الاستثمارات والأرباح الموزعة والديون مقارنة برقم الأعمال لشركة بيوفارم 2019-2023	85
185	تغير الاستثمارات والأرباح الموزعة والديون مقارنة برقم الأعمال لشركة الأوراسي 2019-2023	86
188	تغير الاستثمارات والديون والأرباح الموزعة مقارنة برقم الأعمال لشركة AOM Invest 2019-2023	87
191	تغير الاستثمارات والأرباح الموزعة والديون مقارنة برقم الأعمال لشركة صيدال 2019-2023	88

### قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
215	ميزانية الأصول لشركة AOM Invest لسنة 2018-2019	01-01
216	ميزانية الخصوم لشركة AOM Invest لسنة 2018-2019	02-01
217	جدول حساب النتائج لشركة AOM Invest لسنة 2018-2019	03-01
218	ميزانية الأصول لشركة AOM Invest لسنة 2020-2021	04-01
219	ميزانية الخصوم لشركة AOM Invest لسنة 2020-2021	05-02
220	جدول حساب النتائج لشركة AOM Invest لسنة 2020-2021	06-02
221	ميزانية الأصول لشركة بيوفارم لسنة 2018-2019	01-02
222	ميزانية الخصوم لشركة بيوفارم لسنة 2018-2019	02-02

223	جدول حساب النتائج لشركة بيوفارم لسنة 2018-2019	03-02
224	جدول تدفقات الخزينة لشركة بيوفارم لسنة 2018-2019	04-02
225	ميزانية الأصول لشركة بيوفارم لسنة 2020-2021	05-02
226	ميزانية الخصوم لشركة بيوفارم لسنة 2020-2021	06-02
227	جدول حساب النتائج لشركة بيوفارم لسنة 2020-2021	07-03
228	جدول تدفقات الخزينة لشركة بيوفارم لسنة 2020-2021	08-03
229	جدول ميزانية الأصول لشركة الأوراسي لسنة 2018-2019	01-03
230	جدول ميزانية الخصوم لشركة الأوراسي لسنة 2018-2019	02-03
231	جدول حساب النتائج لشركة الأوراسي لسنة 2018-2019	03-03
232	جدول تدفقات الخزينة لشركة الأوراسي لسنة 2018-2019	04-03
233	جدول ميزانية الأصول لشركة الأوراسي لسنة 2020-2021	05-03
234	جدول ميزانية الخصوم لشركة الأوراسي لسنة 2020-2021	06-03
235	جدول حساب النتائج لشركة الأوراسي لسنة 2020-2021	07-04
236	جدول تدفقات الخزينة لشركة الأوراسي لسنة 2020-2021	08-04
237	جدول ميزانية الأصول لشركة صيدال لسنة 2018-2019	01-04
238	جدول ميزانية الخصوم لشركة صيدال لسنة 2018-2019	02-04
239	جدول حساب النتائج لشركة صيدال لسنة 2018-2019	03-04
240	جدول تدفقات الخزينة لشركة صيدال لسنة 2018-2019	04-04
241	جدول ميزانية الأصول لشركة صيدال لسنة 2020-2021	05-04
242	جدول ميزانية الخصوم لشركة صيدال لسنة 2020-2021	06-04
243	جدول حساب النتائج لشركة صيدال لسنة 2020-2021	07-04
244	جدول تدفقات الخزينة لشركة صيدال لسنة 2020-2021	08-04

## قائمة المختصرات

المختصر	الدلالة باللغة الأجنبية	الدلالة باللغة العربية
TPFF	Tableau pluriannuel des flux financiers	الجدول متعدد السنوات للتدفقات المالية
BCG	Boston consulting group	مجموعة بوسطن الاستشارية
ADL	Arthr de little	آرثر دي ليتل (اسم علم)
DAS	Domaine d'activité stratégique	مجال النشاط الاستراتيجي
CA	Chiffre d'affaire	مؤشر رقم الأعمال
VA	Valeur ajoutée	مؤشر القيمة المضافة
EBE	Excédent brute d'exploitation	مؤشر الفائض الإجمالي للاستغلال
ETE	Excédent de trésorerie d'exploitation	مؤشر فائض خزينة الاستغلال
BFR	Besoin en fond de roulement	مؤشر الاحتياج في رأس المال العامل
BFRex	Besoin en fond de roulement d'exploitation	الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال
BFRhex	Besoin en fond de roulement hors exploitation	الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال
DAFIC/E	Disponible après le financement interne de croissance / solde économique	مؤشر الرصيد المتاح بعد التمويل الداخلي للنمو/مؤشر الرصيد الاقتصادي
F	Solde Financier	مؤشر الرصيد المالي
G	Solde de gestion	مؤشر رصيد التسيير
T	Trésorerie	مؤشر الخزينة
FRNG	Fond de roulement net Global Trésorerie Globale	رأس المال العامل الصافي الإجمالي
TG	Trésorerie Globale	الخزينة الاجمالية
BFRG	Besoin en fond de roulement global	الاحتياج في رأس المال العامل الصافي الإجمالي

مقدمة

## تمهيد

تتحمل المؤسسات الاقتصادية مسؤولية كبيرة في دعم بناء وتطوير الاقتصاديات الدولية والمحلية على حد سواء، وذلك من خلال الأنشطة التي تؤديها من أجل تحقيق أهدافها وتطلعاتها، في نظام متكامل ومتناسق يعتمد أساسا على مبدأ تبادل المنافع وتضارب المصالح بشكل مواز، وهو الواقع الذي يفرض عليها مواجهة تحديات متعددة وتغيرات مستمرة في البيئة الاقتصادية، تلك التغيرات التي تصاحبها فرص ومخاطر بالجملة، تلزم هذه المؤسسات بضرورة التكيف لتجنب التهديدات واستغلال الفرص بشكل فعال.

وتشهد الاقتصاديات العالمية عموما، والاقتصاد الوطني، بشكل خاص في وقتنا الراهن، تغيرات حادة تجعل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في حالة من اللااستقرار وعدم اليقين، وهو ما يفرض عليها تسخير كل إمكانياتها المادية، البشرية والمالية لهذا الغرض، بالإضافة إلى دراسة وتحليل بيئتها من أجل تحديد نوعية التهديدات لتجنبها واستخدام ما تملكه من إمكانيات، لاسيما المالية منها في استغلال الفرص المصاحبة، حيث تركز هذه الدراسة على التحليل الجيد لبيئة المؤسسة على تحديد ما يمكن أن تحصله أو تدفعه المؤسسة خلال نشاطها من أموال في شكل تدفقات نقدية، أو ما يعرف بإدارة التدفقات النقدية.

لهذا، تعد إدارة التدفقات النقدية أو إدارة خزانة المؤسسة بشكل استباقي من أبرز الأدوات التي يمكن أن يعتمد عليها المدير المالي وأصحاب القرار في تحديد الوضع المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات المالية التي تُحقق من خلالها الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة وتعزز مركزها التنافسي.

ويعتمد التسيير الاستراتيجي للخزينة في المؤسسة الاقتصادية أساسا على التشخيص أو التحليل والتخطيط الاستراتيجيين للتدفقات المالية الداخلة والصادرة، وذلك باستخدام على جملة المعلومات التي تتوفر عليها القوائم والتقارير المالية، التي تقدمها المؤسسات الاقتصادية عند نهاية كل دورة مالية.

ويعد جدول تدفقات الخزينة، الذي اعتمده المشرع الجزائري كقائمة رسمية ضمن القوائم التي تقدمها المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أحد أهم مصادر المعلومات التي يمكن أن يعتمد عليها المحلل المالي في دراسة وتحليل الخزينة بشكل خاص وتحديد الوضعية المالية للمؤسسة بشكل عام، نظرا لما يضمه من أرصدة مفصلة تفسح المجال لتحليل التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وتحديد وضعية الخزينة، مدى وأسباب تغيرها، وهو ما يساهم في إعطاء صورة عن الوضع المالي

للمؤسسة ككل، وقد أثبتت البحوث والدراسات السابقة أن المعلومات التي يوفرها جدول تدفقات الخزينة غير كافية من أجل رسم صورة كاملة عن الوضعية المالية للمؤسسة ككل، لأنها لا تتعدى الدورتين، فهي بذلك لا تعطي نظرة مستقبلية لما ستؤول إليه الخزينة في المدى المتوسط والطويل وما ستؤول إليه المؤسسة في المدى المتوسط والطويل.

في حين يمكن اعتبار جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، **TPFF**، النموذج الأنسب للتشخيص والتخطيط المالي والاقتصادي، نظرا لما يتوفر عليه من ميزات إضافية، أبرزها ميزة تفصيل الأرصدة التي تعطي المعلومات اللازمة للتشخيص الدقيق للخزينة وميزة تعدد السنوات التي تضيف على هذا التشخيص بعدا استراتيجيا يمكن أن يساهم في تخطيط التدفقات المالية على المدى المتوسط والطويل، إضافة إلى ذلك يعد هذا النموذج جدولا معياريا صارما لا يحتاج إلى معلومات إضافية ولا يتطلب مقارنة المؤشرات التي تتوفر عليها بمؤشرات أخرى كما هو الحال بالنسبة للنماذج الأخرى،

ويساهم التشخيص الاستراتيجي للتدفقات المالية في المؤسسة الاقتصادية في كشف مكانم الضعف ومدى تأثيرها على أدائها من جهة، واكتشاف نقاط القوة ومدى مساهمتها في رفع كفاءتها ودعم تنافسيتها، وذلك خلال جملة القرارات المالية المتخذة التي تساهم بدورها في تعزيز موضعها الاستراتيجي، لذلك برزت الحاجة إلى دراسة ومعرفة دور التسيير الاستراتيجي للخزينة، من خلال التشخيص والتخطيط الاستراتيجيين، في صناعة القرارات المالية الإستراتيجية، وإسقاط هذه المفاهيم في الجانب التطبيقي على عينة من الشركات الجزائرية المعروفة التي تنشط في البورصة الجزائرية وهي شركة صيدال، شركة الأوراسي، شركة بيوفارم والشركة الناشئة **AOM** للاستثمار.

ونحاول من خلال هذه الدراسة الإسهام ولو بالقليل في توضيح دور التسيير الاستراتيجي للخزينة، باستخدام نموذج جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، في اتخاذ القرارات المالية ذات البعد الاستراتيجي، واستشراف آفاق جديدة تساهم في تطوير أداء الشركات الاقتصادية الجزائرية.

## 1. الإشكالية:

يواجه أصحاب القرار في الشركات الاقتصادية الجزائرية صعوبة في تسيير السيولة، نظرا لعدم توافر المعلومات الكافية عن التدفقات المالية الداخلة والصادرة عن الخزينة في المدى المتوسط والطويل، في حين يعتبر استخدام الجدول متعدد السنوات للتدفقات المالية الأداة الأنسب لذلك، نظرا لتوفره على العديد من الأرصدة المفصلة،

إضافة إلى تعدد السنوات التي تعطي بعدا استراتيجيا لعملية التحليل والتخطيط للتدفقات المالية، لذلك يحضرنا التساؤل الذي يمكن صياغته في الإشكالية الآتية:

ما هو دور التسيير الاستراتيجي للخزينة في عملية اتخاذ القرارات المالية في الشركات الاقتصادية الجزائرية المسعرة في البورصة الجزائرية؟

ولمعالجة الإشكالية قمنا بطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- كيف يساهم تحليل وتخطيط التدفقات المالية الداخلة والصادرة عن خزينة الشركات الجزائرية المسعرة في البورصة الجزائرية في متابعة الخزينة وإدارتها في المدى المتوسط والبعيد؟
- ما هو دور الجدول متعدد السنوات للتدفقات المالية في عملية التحليل والتخطيط الاستراتيجيين لخزينة الشركات الاقتصادية الجزائرية المسعرة في البورصة الجزائرية؟
- كيف يساعد الجدول متعدد السنوات للتدفقات المالية في تحليل وتخطيط الموضع الاستراتيجي للشركات الاقتصادية الجزائرية في مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية؟
- كيف يمكن للتسيير الاستراتيجي للخزينة أن يساهم في عملية اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية؟
- ما مدى إسهام التحليل الاستراتيجي لخزينة الشركات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في البورصة الجزائرية في عملية اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية؟
- كيف يساهم جدول التدفقات المالية متعدد السنوات في عملية تخطيط الخزينة واتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية في المؤسسة الاقتصادية؟
- ما هي أبرز الاختلافات الذي يمكن ملاحظتها من خلال تحليل وضعية الخزينة لشركات القطاع السياحي وشركات قطاع الانتاج الصيدلاني التي تنشط في البورصة الجزائرية؟

## 2. فرضيات الدراسة :

## أ. الفرضية الرئيسية:

يلعب التسيير الاستراتيجي للخزينة دورا محوريا وهاما في عملية صناعة القرارات المالية ذات الأهداف الإستراتيجية للشركات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في البورصة الجزائرية.

## ب. الفرضيات الفرعية: للإجابة عن الإشكالية تم وضع الفرضيات الفرعية التالية:

➤ **الفرضية الفرعية الأولى:** تساهم دراسة وتحليل التدفقات المالية الداخلة والصادرة عن خزينة المؤسسة

الاقتصادية في متابعة وضعية الخزينة، من خلال متابعة الأرصدة المكونة لها وتحديد اتجاهاتها العامة على مدى خمسة سنوات وبذلك تخطيط وإدارة الخزينة في المدى المتوسط والبعيد؛

➤ **الفرضية الفرعية الثانية:** يعتبر جدول التدفقات المالية متعدد السنوات من الأدوات الفعالة التي يمكن

الاعتماد عليها في عملية تحليل وتخطيط الخزينة بشكل استراتيجي وذلك من خلال ما يتوفر عليه من ميزات وأرصدة يمكن استغلالها كمؤشرات للتحليل والتخطيط الطويل؛

➤ **الفرضية الفرعية الثالثة:** يشتمل الجدول على ميزة تفصيل وفصل الأرصدة، إضافة إلى ميزة تعدد السنوات،

التي يمكن استغلالها لتحديد الموضع الاستراتيجي في الماضي، الحاضر والمستقبل في مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية؛

➤ **الفرضية الفرعية الرابعة:** يساهم التسيير الاستراتيجي للخزينة في عملية اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية من

خلال تحليل وتخطيط الوضعية المالية للشركات محل الدراسة في المدى الاستراتيجي، وذلك باستخدام مؤشرات التوازن

المالي التي يتوفر عليها الجدول متعدد السنوات ومدى تطورها على مدى خمسة سنوات كمعايير لاتخاذ القرارات المالية في

هذا المدى؛

➤ **الفرضية الفرعية الخامسة:** يساهم، بشكل كبير، التحليل الاستراتيجي للتدفقات المالية من وإلى خزينة

الشركات الاقتصادية الجزائرية المسعرة في البورصة الجزائرية في اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية، وهذا من خلال تحليل

مختلف المؤشرات المكونة للرصيد النهائي للخزينة ومدى تغيرها بدلالة الزمن، الذي يعطي بعدا استراتيجيا للقرار المالي

المتخذ بناء على التحليل؛

✚ **الفرضية الفرعية السادسة:** يساهم جدول التدفقات المالية متعدد السنوات في عملية تخطيط الخزينة واتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية في المؤسسة الاقتصادية من خلال تحديد التدفقات المالية الداخلة والصادرة عن الخزينة على مدى عدة سنوات تفسح المجال لتخطيطها بناء على اتجاه تطور هذه التدفقات ومنه اتخاذ قرارات مالية بعيدة المدى؛

✚ **الفرضية الفرعية السابعة:** قد يظهر الاختلاف بين شركات القطاع السياحي والقطاع الصيدلاني بعد تحليلنا للمؤشرات المكونة لرصيد الخزينة في مؤشرات التوازن المالي وهي (DAFIC, F, G, T) إضافة إلى مؤشرات تقيس حجم وكفاءة النشاط العادي للشركات الاقتصادية الجزائرية المسعرة في البورصة الجزائرية المتمثلة في: (CA, VA, ETE) ،

### 3. أهمية الدراسة:

نظرا للتغيرات الحاصلة وتزايد حدة المنافسة بين المؤسسات زاد الاهتمام بخزينة المؤسسة الاقتصادية وأصبح من الضروري إيجاد طرق أكثر ملاءمة ودقة لدراسة وتحليل وضعيتها في الوقت الحاضر والمستقبلي، مبنية على قواعد علمية تعتمد على المؤشرات التي يوفرها الجدول المتعدد السنوات ومدى تغيرها بدلالة الزمن، وهو إسهام في حد ذاته في مجال التشخيص الاستراتيجي والتخطيط الاستراتيجي للتدفقات المالية والخزينة بشكل عام. وتبرز أهمية هذه الدراسة من خلال ما تقدمه للباحثين الأكاديميين من جهة، والمدراء الماليين وأصحاب القرار والفاعلين الاقتصاديين في المجال المهني من جهة أخرى:

✚ **المجال العلمي والأكاديمي:** نسعى من خلال دراستنا هذه إلى الإسهام ولو بالقليل المجال الأكاديمي وإثراء البحث العلمي، لاسيما تسيير الخزينة بشكل استراتيجي من خلال التشخيص والتخطيط الاستراتيجيين ومدى مساهمتها في إعطاء صورة عن الوضعية المالية للمؤسسة في الوقت الحالي والمستقبلي وكذا الموضوع الاستراتيجي من خلال التحليل الاستراتيجي لحافطة الأنشطة الإستراتيجية، ضف إليها عملية اتخاذ القرارات المالية ذات الأهداف الإستراتيجية ومدى تأثيرها على الموضوع الاستراتيجي للمؤسسة الاقتصادية.

✚ **على المستوى التطبيقي:** تعد القوائم المالية من أبرز مصادر المعلومات التي يمكن أن يعتمد عليها المدير المالي، المستثمرون والمنافسون في تحليلهم للوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، في حين النموذج المقترح في الدراسة،

لايعدمن بين القوائم المفروضة على المؤسسات، لكنه يفسح المجال لتقديم تحليل مالي واقتصادي لوضعية المؤسسة الاقتصادية، وبذلك اتخاذ القرارات المالية المناسبة، لذلك نأمل أن يعتمد هذا النموذج، جدول التدفقات المالية المتعدد السنوات كقائمة مالية رسمية، وأداة فعالة في عملية التشخيص المالي الاستراتيجي التي تفسح المجال لبناء قرارات إستراتيجية، لاسيما تلك المتعلقة بالتمويل، الاستثمار والنمو وغيرها.

#### 4. أهداف الدراسة: نهدف من خلال هذه الدراسة إلى ما يلي:

■ إبراز دور التحليل الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية من خلال الجدول متعدد السنوات في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة ككل ومدى تغيرها بدلالة الزمن، ومدى مساهمة ذلك في اتخاذ القرارات المالية المناسبة ، وذلك من خلال العينة المختارة من الشركات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في البورصة؛

■ إبراز دور التشخيص الاستراتيجي لخزينة المؤسسة في الكشف عن مكامن الضعف واكتشاف نقاط القوة في الشركات محل الدراسة، ومدى استغلالها من قبل أصحاب القرار من خلال قراراتهم المتخذة على مدى سنوات الدراسة؛

■ إبراز دور الجدول المتعدد السنوات للتدفقات المالية المقترح في تحليل حافطة الأنشطة الإستراتيجية، لاسيما مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية BCG؛

■ نقد وتقييم أهم القرارات المالية المتخذة خلال فترة الدراسة في الشركات محل الدراسة، وذلك بالاستناد إلى النموذج المقترح الذي يفرض شروطا صارمة من أجل بلوغ هذه الشركات التوازن المالي؛

■ توضيح أبرز الفروقات بين قطاع الانتاج الصيدلاني والسياحي من خلال العينة المختارة للدراسة؛

■ دراستنا تفسح المجال لإيجاد حلولاً أكثر نجاعة و استراتيجية للشركات التي تواجه التغيرات الخاصة في البيئة الاقتصادية، لاسيما تلك التي تواجه تهديدات المنافسة وأخطار الأزمات المالية والاقتصادية المتعاقبة.

#### 5. أسباب اختيار الموضوع:

يمكن حصرها فيما يلي:

أ- الأسباب الموضوعية: والمتمثلة فيما يلي:

● توافق الموضوع مع تخصص الإدارة المالية؛

● ندرة الدراسات والأبحاث التي تتعلق بالمتغيرين معا، إضافة إلى انعدام المواضيع التي تتعلق بالتسيير الاستراتيجي للخزينة باستخدام جدول التدفقات المالية متعدد السنوات وبالتالي المساهمة في إثراء البحث العلمي؛

- عدم استخدام التحليل المالي الاستراتيجي في الشركات الاقتصادية الجزائرية؛
- أهمية الموضوع من الناحية العلمية النظرية والتطبيقية نظرا لزيادة الحاجة إلى استخدام الأساليب العلمية في تسيير الخزينة بشكل استراتيجي واتخاذ القرارات المالية؛
- عدم اعتماد القانون الجزائري للجدول المتعدد السنوات للتدفقات المالية كقائمة مالية ضمن القوائم الرسمية الواجب تقديمها عند نهاية كل دورة مالية.

#### ب- الأسباب الذاتية: والمتمثلة في:

- الميول الشخصي للموضوع والرغبة في دراسته وإبراز أهميته للمؤسسة الاقتصادية؛
- القناعة الشخصية بأن المؤسسات قد تواجه العديد من المشاكل بسبب النظرة الضيقة للخزينة التي تكفي بمعايبتها والحكم عليها من خلال رصيدها النهائي، في حين أصبحت مركزا لاتخاذ قرارات هامة تخص المؤسسة.

#### 6. منهج الدراسة:

يهدف الإجابة عن التساؤل الوارد في الإشكالية، ومن أجل الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع و تحقيق أهداف البحث و الوصول إلى نتائج دقيقة والإجابة عن الإشكالية المطروحة سواء بتأكيد الفرضيات أو نفيها اعتمادنا على المنهج التحليلي الوصفي فيما يلي:

❖ عرض المفاهيم النظرية المتعلقة بالتسيير الاستراتيجي للخزينة واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية وتحليلها،

❖ في الجانب التطبيقي في وصف مجتمع وعينة الدراسة المكونة من أربعة شركات مدرجة في البورصة الجزائرية، إضافة إلى تجميع وعرض المعلومات عن عينة الدراسة ومن ثم تحليل النتائج المتوصل إليها.

#### 7. حدود الدراسة :

ارتبطت دراستنا بحدود مكانية وأخرى زمنية:

الحدود المكانية : أجريت الدراسة على عينة من الشركات الجزائرية المدرجة في البورصة الجزائرية، التي

تضم: مجمع صيدال، شركة الأوراسي ، شركة بيوفارم والشركة الناشئة **AOM Invest**.

الحدود الزمنية: تمت دراسة الشركات على مدى خمسة سنوات، امتدت من سنة 2019 إلى سنة 2023

## 8. صعوبات الدراسة:

لا تخلو أية دراسة أو بحث من الصعوبات، وقد واجهتنا العديد منها:

- ندرة المراجع فيما يتعلق بالتسيير الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية وتباين المفاهيم إن وجدت؛
- صعوبة الحصول على المعلومات الكافية التي تخص الشركات محل الدراسة، خاصة المعلومات الإضافية والمعلومات المكتملة؛
- صعوبة الحصول على المؤشرات التي تخص البيئة الاقتصادية التي تنشط فيها الشركات مثل مؤشر التضخم، والمعلومات المتعلقة بالسوق؛

## 9. هيكل الدراسة:

من أجل الإحاطة بجوانب الموضوع تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مرتبطين بطريقة نظامية إضافة إلى مقدمة وخاتمة على النحو التالي:

❖ **الفصل الأول: بعنوان: " الإطار النظري والمفاهيمي للتسيير الاستراتيجي للخزينة واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية،** الذي تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، حيث عالج المبحث الأول الإطار النظري والمفاهيمي للتسيير الاستراتيجي للخزينة في المؤسسة الاقتصادية واتخاذ القرارات المالية، أما المبحث الثاني فخصص لإبراز العلاقة بين التسيير الاستراتيجي للخزينة واتخاذ القرارات المالية، وخصص المبحث الثالث لعرض وتقييم الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة.

❖ **الفصل الثاني: بعنوان: "دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية"**، تم تقسيمه كذلك إلى ثلاثة مباحث حيث تطرقنا في المبحث الأول للإطار التقديمي والمفاهيمي لمجتمع وعينة الدراسة، بينما خصص المبحث الثاني لتجميع البيانات في النموذج المكون من الجدول المتعدد السنوات مع عرض الأرصد والمؤشرات، أما المبحث الثالث فقد خصص لتحليل ومناقشة النتائج التطبيقية المتوصل إليها.

# الفصل الأول

الإطار النظري والمفاهيمي للتسيير الاستراتيجي للخزينة واتخاذ القرارات  
المالية في المؤسسة الاقتصادية

### تمهيد:

يشهد الاقتصاد العالمي عموما العديد من التطورات المتسارعة والتغيرات المتعاقبة، بسبب تعاقب الأزمات المالية والصراعات الإيديولوجية بين الدول والمنظمات العالمية، التي أثرت بشكل مباشر على أسواق السلع والخدمات والمؤسسات الاقتصادية على وجه الخصوص، والتي وجدت نفسها أمام حتميتين، إما مواكبة هذه التسارعات والبقاء في السوق من خلال تحسين أنشطتها الاقتصادية وأداءاتها المالية أو البقاء على حالها والخروج من السوق عاجلا أم آجلا، حيث يرتبط الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، بشكل كبير، بإيجاد الطرق المثلى في تسيير خزنتها.

فقد تطورت المفاهيم المتعلقة بالخزينة وإدارتها بشكل متسارع، فيما وأصبح من الضروري إيجاد أدوات أكثر فعالية لتحديد مكامن الاختلال، ومعرفة ما يمكن أن تحققه المؤسسة بناء على وضعيتها المالية، حيث يعتبر جدول تدفقات الخزينة من أبرز ماتم إدخاله حديثا لمعاينة الخزينة والحكم على وضعيتها، إلا أنه أثبت قصورا في الجانب الاستراتيجي، سيما وأنه لا يعطي صورة عن الوضعية المستقبلية التي ستؤول إليها الخزينة، التي تفسح المجال لاتخاذ قرارات استراتيجية.

ويعتبر جدول التدفقات المالية متعدد السنوات TPDF، الأداة الأنسب لذلك نظرا لشموليته وما يتوفر عليه من مؤشرات متنوعة، إضافة إلى ميزة تعدد السنوات التي تضيفي عليه بعدا استراتيجيا، يفسح المجال أمام المدير المالي لمعرفة الوضع السابق و الحاضر والتنبؤ بالوضع المستقبلي للمؤسسة من خلال خزنتها، وهو ما سنتناوله من خلال:

المبحث الأول: التسيير الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية واتخاذ القرارات المالية

المبحث الثاني: دور التسيير الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية في اتخاذ القرارات المالية

المبحث الثالث: الدراسات السابقة

## المبحث الأول: التسيير الاستراتيجي للخزينة واتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية

إن حالة التغير و الالاستقرار لبيئة المؤسسة الاقتصادية تضعها أمام حتمية التكيف لمجابهة المخاطر الناجمة عن هذه التغيرات واستغلال الفرص المتأتية منها، وهو ما يتطلب رصد كل الإمكانيات، مادية كانت، أم بشرية أو مالية لذلك، إضافة إلى التسيير الأمثل لهذه الإمكانيات الذي من شأنه أن يحقق لها هدف البقاء والاستمرارية.

### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول خزينة المؤسسة الاقتصادية:

تطور مفهوم الخزينة في المؤسسة الاقتصادية بشكل متسارع نظرا لتنامي أهميتها ودورها في تحديد مصير المؤسسة ككل

أولاً: المؤسسة وأنشطتها الاقتصادية: تؤدي المؤسسة الاقتصادية جملة النشاطات الاقتصادية التي تحقق من خلالها أهدافها،

### 1. ماهية المؤسسة الاقتصادية:

#### 1.1 مفهوم المؤسسة الاقتصادية: هناك العديد من التعاريف اخترنا الآتية منها:

- أ. تعرف المؤسسة الاقتصادية على أنها: وحدة اقتصادية وقانونية مستقلة، نشاطها الرئيسي إنتاج سلعا وخدمات بغرض تسويقها للزبائن بهدف الحصول على عوائد.<sup>1</sup>
  - ب. وتعرف من منظور آخر على أنها: منظمة أشخاص ذوي كفاءات مختلفة، تستخدم الموارد المادية والمالية من أجل إنتاج سلعة ما، يمكن أن تسوق للمستهلك بسعر أعلى من سعر تكلفتها.<sup>2</sup>
  - ت. وتعرف أيضا بأنها: تنظيم اقتصادي مستقل ماليا، هدفه إنتاج وتبادل السلع والخدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين، من خلال دمج عوامل اقتصادية من أجل تحقيق أرباح وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الإطار المكاني والزماني الذي يوجد فيه، وتبعاً لحجم ونوع النشاط.<sup>3</sup>
- حيث يمكن تعريف المؤسسة الاقتصادية على أنها تنظيم اقتصادي أو وحدة اقتصادية تستخدم مواردها المالية، المادية والبشرية، من أجل انتاج وتبادل سلعا وخدمات مع أعوان اقتصاديين(موردين وزبائن)، من خلال تفاعل هذه الموارد (عمال، آلات، أراضي، وأموال،...) بغرض تحقيق أهداف متنوعة (عوائد، منافع،...).

<sup>1</sup>Clément Mauge : *Qu'est ce qu'une entreprise*, AGICAP, <http://www.agicap.com>, le 24/8/2022 à 21.44

<sup>2</sup> غول فرحات: *الوجيز في اقتصاد المؤسسة*، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص 19.

<sup>3</sup> بن يسمينة عزيزة: *اقتصاد المؤسسة*، دار الأيام للنشر والتوزيع، الجزء الأول، عمان، 2017، ص 23.

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

**2.1 خصائص المؤسسة الاقتصادية:**

للمؤسسة الاقتصادية مجموعة من الخصائص نذكر منها:

- وحدة اقتصادية مستقلة ماليا تحكمها جملة من القوانين والتشريعات؛
- منظمة تجمع كفاءات بشرية وموارد مالية ومادية تتخذ فيها القرارات بشتى أنواعها، مثل قرارات الشراء، الإنتاج، والتسويق؛
- مكان لإنتاج وتبادل سلعا وخدمات من خلال دمج وتفاعل الموارد لتحقيق أهداف معينة؛
- تمتلك وسائل وقنوات توزيع لمنتجاتها؛
- تتمتع بأهداف مشتركة تسعى إلى تحقيقها من خلال اتصال وتفاعل الموارد فيما بينها.<sup>1</sup> ولكي تحقق المؤسسة الاقتصادية أهدافها يجب عليها، إضافة إلى ما تمتلكه من موارد مختلفة، أن تتحلى بالمرونة اللازمة من أجل مجابهة أو مواكبة التغيرات الحادة الحاصلة في بيئتها.

**2. أهداف المؤسسة الاقتصادية: نصنف أهداف المؤسسة الاقتصادية إلى:**

**1.2 أهداف اقتصادية:**

تتمثل الأهداف الاقتصادية للمؤسسة في:

- تحقيق المنافع وخلق القيمة بهدف تقديمها للزبائن مقابل ثمن؛
- تحقيق نتائج إيجابية من شأنها أن تعظم ثروة الشركاء أو الملاك من خلال بيع وتبادل المنتجات؛
- المساهمة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية على المستوى الوطني والدولي من خلال تلك القيم المضافة التي تسعى إلى تحقيقها.

**2.2 أهداف اجتماعية: تهدف المؤسسة من الجانب الاجتماعي إلى:**

- العمل على امتصاص البطالة في المجتمع من خلال خلق فرصا للعمل ورفع حجم العمالة؛
  - المساهمة في وحدة وتماسك المجتمع من خلال تقديم منافع وتلبية حاجات الأفراد؛
  - المساهمة في دفع عجلة التنمية الاجتماعية من خلال المشروعات التنموية وغيرها؛
- 3.2 أهداف بيئية: أصبحت المؤسسة الاقتصادية أمام تحد وأهداف جديدة أبرزها:**

<sup>1</sup> Manmohan Joshi : *Organisations*, 1 st edition, India, without home of edition, 2018, P 13

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

- الحفاظ على المكاسب البيئية من خلال تقديم منتجات صديقة للبيئة؛
  - العمل على خفض الانبعاثات من غاز الكاربون من خلال استعمال الطاقات المتجددة بدلا من التقليدية؛
  - المساهمة في تحسين البيئة للمحافظة على صحة الفرد والمجتمع.
- وأهدافا أخرى ثقافية وتكنولوجية تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيقها من خلال تطوير مجالات تكنولوجيا الإعلام والاتصال ووسائل التواصل وغيرها.
- تظهر لنا المفاهيم السابقة الدور الكبير الذي تؤديه المؤسسة الاقتصادية في تحقيق تلك الأهداف المشتركة للأفراد العاملين أو المالكين وغيرهم ممن يتفاعلون بشكل مباشر أو غير مباشر مع هذه الأخيرة، وذلك من خلال مجموعة من الأنشطة والتفاعلات التي تنتج من خلالها قيم ومنافع تسوق للعملاء وتحصل من ذلك على أموال في شكل تدفقات مالية.

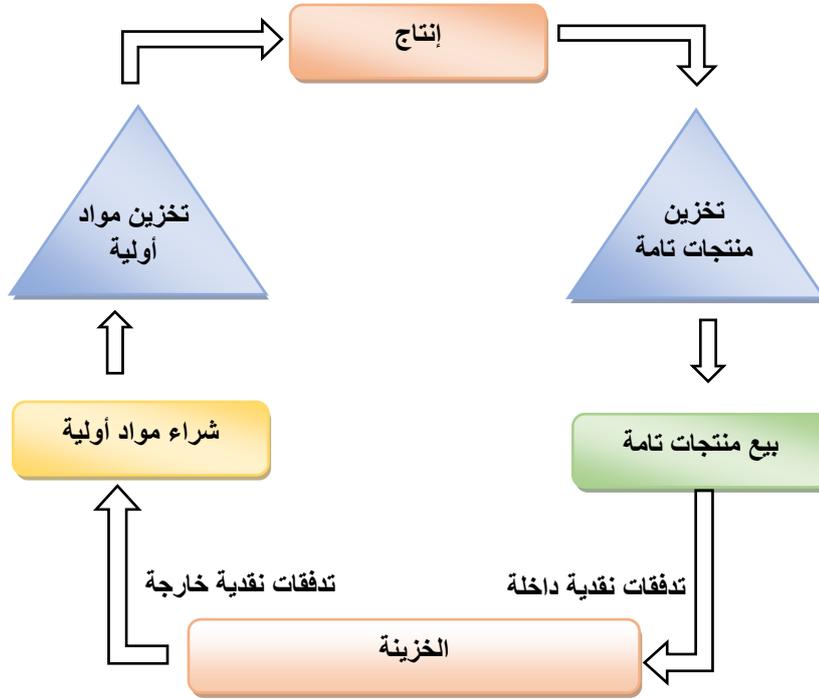
**3. الأنشطة الاقتصادية للمؤسسة والتدفقات النقدية:** تمارس المؤسسة الاقتصادية جملة من النشاطات الاقتصادية من أجل تحقيق أهدافها، حيث تقوم خلالها بدفع المصاريف والأعباء وتحصل على الإيرادات، في شكل تدفقات نقدية

**1.3 الأنشطة الاقتصادية للمؤسسة الاقتصادية:** يقسم، في الغالب، النشاط الاقتصادي للمؤسسة إلى ثلاث دورات هي:

أ. **دورة الاستغلال:** هي مجمل العمليات والنشاطات التي يتم بموجبها إنتاج سلعة أو خدمة، توجه بعدها إلى الزبون بمقابل<sup>1</sup>، وتتضمن هذه الدورة عدة نشاطات فرعية تتغير حسب نوع كل مؤسسة، كما في الشكل الموالي:

<sup>1</sup> Salva Michel : *Comprendre l'Analyse financière* , Vuiber , Paris, 2014, P72

شكل رقم: 01 يمثل دورة الاستغلال في المؤسسة.



Source: <https://www.tifwat.com/analyse-financière/le-10/11/2021-à-21:35>

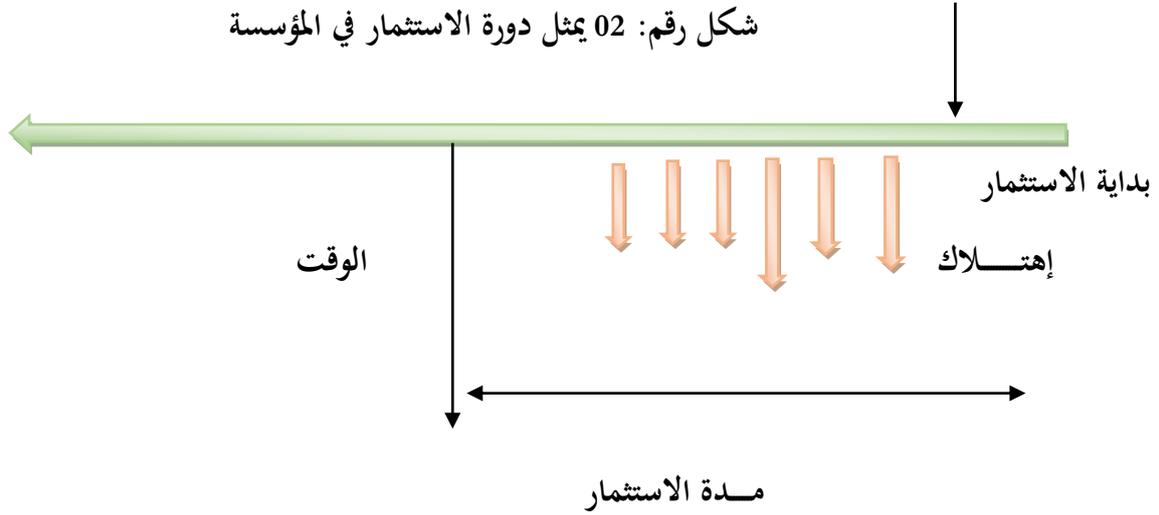
- مرحلة الإمداد: تشمل جميع العمليات المتعلقة بتوفير المؤسسة بالمواد الأولية الضرورية وتخزينها، بالإضافة إلى توفير الطاقة اللازمة للعمليات الإنتاجية.

- مرحلة الإنتاج: تُعتبر هذه المرحلة الأساسية في دورة العمل الخاصة بالمؤسسة، حيث يتم تحويل المواد الأولية المخزنة إلى منتجات نهائية قابلة للبيع والاستهلاك، أو منتجات نصف مصنعة تُستخدم في صناعات أخرى.

- مرحلة التوزيع: تبدأ من تخزين المنتجات التامة وتمتد إلى عمليات التسويق والبيع للزبائن، حيث تحصل المؤسسة عن طريقها على الإيرادات من خلال تدفقات نقدية.

ب. دورة الاستثمار: تُعرف دورة الاستثمار بأنها العملية ذات المدى المتوسط والطويل، حيث يتم استخدام رأس المال لاقتناء أصول غير جارية مادية، مثل الأراضي والآلات، وأصول مالية مثل الأسهم والسندات، بهدف توظيفها في النشاط الاستغلالي للمؤسسة. تسعى المؤسسة من خلال هذه الدورة إلى تحقيق عوائد

إضافية<sup>1</sup>، وعادة ما تمتد هذه الدورة لفترة تصل إلى 30 سنة، تحصل المؤسسة خلالها على تدفقات نقدية داخلية من خلال دفعات مخصصة للاهلاك أصولها، كما هو موضح بالشكل الموالي:



### توقف أو تجديد الأهداف

Source: Hubert de la Bruslerie: *Analyse financière*, Dunod, Paris, 2014

ت. دورة التمويل: وهي العمليات التي يتم من خلالها توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل دورتي الاستغلال والاستثمار، وتشتمل على البحث عن المصادر التمويلية الأقل تكلفة وكذا العمليات المتعلقة بالأموال الخاصة، ومن جملة هذه العمليات الاستدانة كالقروض بشتى أنواعها وإصدار أسهم وغيرها. وتقابل هذه الأنشطة تدفقات نقدية، داخلية لخزينة المؤسسة في شكل مقبوضات من الزبائن وباقي المتعاملين وأخرى خارجة في شكل مدفوعات نحو الموردين وغيرهم.

2.3. التدفقات النقدية: تبنى غالب الأنشطة في المؤسسة الاقتصادية على حركة الأموال من وإلى خزيتها في شكل تدفقات نقدية، لذلك لها من الأهمية ما لا يقل عن أهمية الخزينة فهي مقترنة بسيرورة النشاط الاقتصادي للمؤسسة.

أ. تعريف التدفق النقدي: عرف بما يلي:

- نسمى تدفقا نقديا كل حركة للأموال لها تأثير على رصيد خزينة المؤسسة،<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Stéphane Griffiths : *Gestion financière*, Edition Chihab, Alger, 1996, P 12

<sup>2</sup> Béatrice et Francis : *analyse financière*, Gualino lextenso, Paris , 2015 , P41

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

- هي تلك المبالغ المالية المقبوضة والمدفوعة من وإلى حسابات المؤسسة نتيجة لممارستها لنشاطها الاقتصادي<sup>1</sup>، أي كل الأموال التي تحصلها المؤسسة الاقتصادية من الزبائن والمتعاملين الاقتصاديين أو تدفعها للموردين وأصحاب المصالح.

ب. أنواع التدفقات النقدية: تصنف عادة التدفقات النقدية حسب الاتجاه إلى تدفقات داخلية للخزينة (مقبوضات) وأخرى خارجة (مدفوعات)، وحسب النشاط إلى تدفقات دورة الاستغلال، الاستثمار والتمويل كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم 01: التدفقات النقدية المتولدة من أنشطة المؤسسة

النشاط	التدفقات الداخلة (الإيرادات)	التدفقات الخارجة (النفقات)
دورة الاستغلال	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ إيرادات المبيعات من سلع وخدمات (عملاء)؛</li> <li>✓ إيرادات من الأتاوات؛</li> <li>✓ فوائد السلفات الممنوحة للغير.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ نفقات شراء المواد الأولية (موردين)؛</li> <li>✓ نفقات الأجور والضمان الاجتماعي؛</li> <li>✓ نفقات الأتاوات المدفوعة؛</li> <li>✓ ضرائب ورسوم؛</li> <li>✓ فوائد على القروض.</li> </ul>
دورة الاستثمار	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ نواتج التنازل عن التثبيتات المادية، المعنوية والمالية؛</li> <li>✓ استرجاع التسيقات؛</li> <li>✓ استرجاع السلفات.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ نفقات شراء التثبيتات العينية، المعنوية والمالية.</li> <li>✓ تسيقات مدفوعة؛</li> <li>✓ سلفات.</li> </ul>
دورة التمويل	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ إيرادات إصدار الأسهم؛</li> <li>✓ إيرادات إصدار السندات.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ إعادة شراء الأسهم؛</li> <li>✓ إعادة شراء السندات؛</li> <li>✓ توزيعات الأرباح.</li> </ul>

Source: Hervé Stolowy et autres: *Comptabilité et analyse financière*, De boeck, 04<sup>ème</sup>

édition, Pays-bas, 2017, P802.

<sup>1</sup> بريان كويل: التحكم في التدفق النقدي، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، 2005، ص 44

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

يبين الجدول أعلاه أنواع التدفقات النقدية المتولدة من أنشطة المؤسسة، حيث يتبع كل نشاط فرعي أو عملية تدفقا نقدية، سواء كانت صادرة (تسديد التزامات المؤسسة) أو واردة (تحصيل من الزبائن)، حيث يظهر تأثير هذه التدفقات في الرصيد النهائي لخزينة المؤسسة سواء بالزيادة أو النقصان.

ثانيا: المفاهيم الأساسية لخزينة المؤسسة الاقتصادية

لا تتخذ المؤسسة الاقتصادية أي قرار يخص تمويل الاستغلال أو الاستثمار دون الرجوع إلى ما تملكه من أموال متاحة في حسابها البنكي و الصندوق، أو ما يعرف بخزينة المؤسسة،

1. ماهية خزينة المؤسسة الاقتصادية:

تعرف الخزينة عادة بالأموال المتاحة للمؤسسة في لحظة زمنية معينة، إلا أن تعدد واختلاف الأهداف أدى إلى تعدد المفاهيم، لذلك تعرف الخزينة بعدة مفاهيم نذكر منها:

1.1 المفهوم المحاسبي للخزينة: تعرف الخزينة من هذا الجانب على أنها الفرق بين خزينة الأصول وخزينة

الخصوم في الميزانية المحاسبية لدورة مالية، أي حسابات الخزينة الواقعة في جانب الأصول وما يقابلها في جانب الخصوم وهي:

أ. خزينة الأصول: تضم الحسابات التالية:

- 512: بنوك الحسابات الجارية؛

- 53: الصندوق؛

- 50: القيم المنقولة للتوظيف؛

ب. خزينة الخصوم: تضم الحسابات التالية:

- 519: المساهمات البنكية الجارية؛

- السلفات المصرفية؛

- السحب على المكشوف.

2.1 المفهوم المالي للخزينة: تعرف من هذا المنظور بأنها الفرق بين مجموع المصادر ومجموع الاحتياجات في

الميزانية،<sup>1</sup> كما هو مبين في الجدول الموالي:

<sup>1</sup> بوخلوة باديس بن يحيى: الأمثلية في تسيير خزينة المؤسسة، دارا لحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص31.

جدول رقم 02: يوضح الخزينة في المؤسسة

المصادر	الاحتياجات
المصادر غير الدورية	الاحتياجات المستقرة
المصادر الدورية	الاحتياجات الدورية
الخزينة الصافية TN(عجز)	الخزينة الصافية TN(فائض)

المصدر: باديس بن يحيى بوخلوة، الأمثلية في تسيير خزينة المؤسسة، دارالحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2013،

ص32.

تظهر الميزانية المختصرة طريقة حساب الخزينة الصافية من هذا المنظور، كما تبين أن الاحتياجات والمصادر مقسمة إلى دورية وغير دورية، ما يقابله من أصول وخصوم جارية وغير جارية في الميزانية المحاسبية.

### 3.1 المفهوم الاقتصادي (الوظيفي) للخزينة: تعرف الخزينة، من هذا الجانب، على أنها محصلة التدفقات

النقدية المتولدة من النشاط الاقتصادي للمؤسسة،<sup>1</sup> وهذا معناه محصلة الأموال المتولدة من نشاط الاستغلال مثل شراء المواد الأولية، بيع منتجات تامة...، الاستثمار كإقتناء والتنازل عن آلات ومعدات، والتمويل.

أ. **خزينة الاستغلال:** هي الرصيد الناتج عن التدفقات المتعلقة بنشاط الاستغلال أو النشاط الرئيسي للمؤسسة الاقتصادية والذي لا يتعدى السنة الواحدة، مثل المبيعات السنوية، الاستهلاكات الوسيطة، ضرائب متعلقة بدورة الاستغلال وغيرها.<sup>2</sup>

ب. **خزينة التمويل:** هي محصلة التدفقات الناتجة عن عمليات التمويل، مثل الرفع من رأس المال، قروض جديدة وغيرها.

ت. **خزينة الاستثمار:** هو الرصيد المتولد من التدفقات الناتجة عن نشاط الاستثمار، مثل اقتناء أصول غير جارية جديدة أو التنازل عنه.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Eric Tort : **Les tableaux de flux de trésorerie en règles françaises et internationales-essai de synthèse** ,  
Revue française de comptabilité, N°462- Février 2013, Paris, PP: 16-33

<sup>2</sup> Gilles Meyer: **Analyse financière- hachette**, rue jean bleuzen Vanvex, Cedex Paris, 2017, P14

<sup>3</sup> idem

2. مكونات الخزينة وشروط التوازن المالي: يجمع المنظرون على أهمية الخزينة في المؤسسة الاقتصادية ودورها في إعطاء صورة شاملة عن الوضعية المالية للمؤسسة ككل من خلال جملة الأرصدة المكونة لها وشروط التوازن المالي التي أوجدها أهل الاختصاص.

### 1.2 العناصر المكونة للخزينة: تتكون الخزينة حسب عدة وجهات مما يلي:

أ. المنظور المحاسبي: بناء على هذا المنظور يحسب الرصيد النهائي للخزينة في الميزانية المحاسبية من الفرق بين خزينة الأصول وخزينة الخصوم.

ب. المنظور المالي: حسب هذا المنظور تستخدم الميزانية المالية، أين يعاد ترتيب الأصول حسب درجة السيولة والخصوم حسب درجة الاستحقاق، ثم يتم حساب مختلف المؤشرات والحكم على الوضعية المالية للمؤسسة بناء على مبدأ الخصوم غير الجارية تغطي الأصول الثابتة والأصول الجارية تغطي الديون القصيرة.<sup>1</sup> ويعد حساب الرصيد النهائي للخزينة، حسب هذا المنطق، ليس بنفس درجة الأهمية مع قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها من الديون، وهو شرط التوازن المالي للمؤسسة حسب هذا المنظور.

ت. المنظور الاقتصادي (الوظيفي): يتطلب الانتقال إلى الميزانية الوظيفية، حيث يتم إعادة ترتيب بنود الميزانية المالية أو المحاسبية حسب وظيفة الاستغلال وخارج وظيفة الاستغلال، ويستخدم رأس المال العامل الصافي الإجمالي، والاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي كعناصر لحساب الرصيد النهائي للخزينة الصافية والتحقق من التوازن المالي للمؤسسة ككل.<sup>2</sup>

### ➤ رأس المال العامل الصافي الإجمالي FRNG:

يعرف على أنه الفرق بين الموارد المستقرة (المصادر غير دورية) والاستخدامات المستقرة (الاحتياجات غير الدورية) في الميزانية الوظيفية<sup>3</sup>، بمعنى هو الفائض الباقي بعد تغطية الموارد المستقرة للاستخدامات المستقرة كما هو مبين في الشكل الموالي:

<sup>1</sup> Béatrice G et Francis GRANDGUILLOT: *Idem*, P43

<sup>2</sup> Florent Deisting et Jean-Pierre Lahille: *Analyse financière*, Duno, Paris, 2013, P66.

<sup>3</sup> Philippe Guillermic: *La gestion de l'entreprise pas à pas*, Vuibert, Paris, 2012, P15.

الشكل رقم 03: تمثيل لرأس المال العامل الصافي الاجمالي



المصدر : من إعداد الباحث بالاستناد إلى المفاهيم النظرية

رأس المال العامل الصافي الاجمالي = الاستخدامات المستقرة - الموارد المستقرة

➤ الاحتياج في رأس المال العامل BFR: يعرف على أنه الفرق بين الموارد الدورية و الاستخدامات الدورية في لحظة زمنية معينة<sup>1</sup>، ويحسب بالعلاقة الآتية:

الاحتياج في رأس المال العامل = الاحتياجات الدورية - المصادر الدورية.

الشكل رقم 04: تمثيل للاحتياج في رأس المال العامل



المصدر : من إعداد الباحث بالاستناد إلى المفاهيم النظرية

ويتضمن نوعين هما:

- الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال  $BFR_{ex}$ : يعرف على بأنه الفرق بين الاحتياجات الدورية للاستغلال والمصادر الدورية للاستغلال<sup>2</sup>، ويمكن اعتباره بأنه الفارق الزمني بين المقبوضات من الزبائن (سلع أو خدمات) والمدفوعات للموردين (النفقات اللازمة لهذا المنتج)، بمعنى الفرق بين مدة التحصيل و مدة التسديد التي يمكن تحويلها إلى قيمة من النقود.

<sup>1</sup> Jean, Luc-Kohl: *Lexique de management-gestion*, INSEEC collection, 2011, PP: 1-15.

<sup>2</sup> K., Chiha: *finance d'entreprise approche stratégique*, édition Houma, Alger, 2009, P42.

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

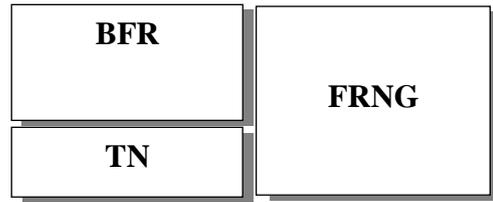
- الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال  $BFR_{hex}$ : يعرف على أنه الاحتياجات الدورية خارج الاستغلال منقوص منها المصادر الدورية خارج الاستغلال، أي كل الاحتياجات الدورية والمصادر الدورية التي ليست لها علاقة بدورة الاستغلال.<sup>1</sup>
- ومجموع الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال وخارج الاستغلال يعطي لنا الاحتياج في رأس المال العامل، أي:

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

- **الخزينة الصافية:** تحسب الخزينة الصافية من الفرق بين رأس المال العامل الصافي الإجمالي والاحتياج في رأس المال العامل<sup>2</sup>، كما هو مبين بالعلاقة الموالية:

$$\text{الخزينة الصافية} = \text{رأس المال العامل الصافي الإجمالي} - \text{الاحتياج في رأس المال العامل}$$

الشكل رقم 05: تمثيل الخزينة الصافية



Source: Alain Marrion, *Analyse financière*, Dunod, 5<sup>ème</sup> édition, Paris, 2011, P137.

- 2.2 شروط التوازن المالي:** يظهر في الشكل أعلاه الذي يمثل كيفية حساب الخزينة الصافية من المنظور الوظيفي، والذي يعبر عن التوازن المالي للمؤسسة ككل، حسب هذا المنظور، بقدرة المؤسسة على توليد خزينة موجبة في ظل رأس مال عامل صافي إجمالي موجب واحتياج في رأس المال العامل موجبا كذلك، أي تحقيق الشروط التالية:

- رأس المال العامل موجب:  $FRNG > 0$ ؛
- الاحتياج في رأس المال العامل موجب وأقل من رأس المال العامل:  $FRNG > BFR > 0$ ؛
- خزينة موجبة:  $TN > 0$ ؛

<sup>1</sup> Jack Forget: *Gestion de trésorerie*, édition d'organisation, Paris, 2005, P78.

<sup>2</sup> Florent Deisting et Jean-Pierre Lahille: *Idem*, P66

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

وهي الوضعية المالية المثالية بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية، حيث تظهر مردودية جيدة لنشاطها من خلال العناصر المكونة للخزينة الموجبة، رأس المال العامل الصافي الإجمالي الموجب أكبر من الاحتياج في رأس المال العامل الموجب كذلك.

إلا أن هذه المؤشرات لا تعطي صورة شاملة عن وضعية الخزينة بشكل خاص والمؤسسة بشكل عام لأنه حصر تكوين الرصيد النهائي للخزينة في رأس المال العامل الصافي الإجمالي والاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال وخارج الاستغلال ولم يفصل هذه الأنشطة، إضافة إلى هذا، فكون الخزينة سلبية في مرحلة ما لا يعتبر بالضرورة مؤشرا دالا عن الوضعية السيئة للمؤسسة لأنه قد ينجم عن ارتفاع الاحتياجات المالية لهذه الأخيرة في هذه الفترة ويمكن أن تستعيد توازنها بمجرد تحصيلها لتدفقات نقدية، وكون الخزينة موجبة لا يعني دائما أن المؤسسة في حالة جيدة لأنه قد ينجم عن انخفاض في الاحتياج في رأس المال العامل ما يعني أن المؤسسة تعاني من تباطؤ في نشاطها، في حين لديها فائض في الخزينة.

إضافة إلى ذلك كون الخزينة موجبة تماما ليس بالمؤشر الإيجابي الدال على كفاءة أنشطة المؤسسة لاسيما الإستراتيجية منها لوجود تكاليف عدم استغلال السيولة الزائدة في أنشطة أخرى قد تحقق عوائد، أو ما يعرف بتكلفة الفرصة البديلة.

وتعد إدارة الخزينة باستخدام جدول تدفقات الخزينة أكثر ديناميكية وتفصيلا، حيث تعطي صورة أكثر وضوحا عن وضعية المؤسسة من خلال دراسة وتحليل وضعية الخزينة، كما تبين بشكل مفصل كيفية تكوين رصيد الخزينة ومدى تغيره بدلالة الزمن.

**ثالثا جدول تدفقات الخزينة:** نظرا لأهمية الخزينة ودورها في تحديد الوضعية المالية للمؤسسة وكذا في اتخاذ القرارات الإستراتيجية، أصبحت متابعتها، بشكل لحظي ومستمر، ضرورة من خلال تحديد مصادر واستخدامات التدفقات الداخلة والخارجة وتسييرها بشكل مناسب باستخدام جدول تدفقات الخزينة، الذي يعطي نظرة أكثر وضوحا، تسمح باتخاذ قرارات مناسبة.

## 1. ماهية جدول تدفقات الخزينة

يعد جدول تدفقات الخزينة من الأدوات الأكثر فعالية في تسيير الخزينة بشكل استباقي، نظرا للمعلومات التي يوفرها والتي تعطي تفصيلا دقيقا وآني عن كيفية تكوين العناصر المكونة للخزينة ومتابعة وضعيتها بشكل ديناميكي.

### 1.1 نشأة وتطور جدول تدفقات الخزينة:

عرف جدول تدفقات الخزينة عدة مراحل، قبل أن يستقر على النماذج المعتمدة حاليا، نذكرها فيمايلي:<sup>1</sup>

➤ **الطور الأول:** كانت البداية بنموذج يسمى جدول المصادر والاستخدامات والذي اعتمده المعهد الأمريكي للمحاسبة أول مرة في سنة 1963، استحدث من أجل بيان مصادر الأموال التي حصلت عليها المؤسسة واستخداماتها.

➤ **الطور الثاني:** تم اعتماد نموذج جديد بناء على المعيار رقم 19 الصادر عن مجلس معايير المحاسبة المالية سنة 1971 يسمى جدول تغيرات المركز المالي أو ما يعرف بجدول تغيرات الوضعية المالية.

➤ **الطور الثالث:** اعتماد المعيار رقم 95 الصادر عن مجلس معايير المحاسبة في سنة 1987 تحت اسم جدول أوقائمة التدفق النقدي، الذي يوضح بشكل مفصل التدفقات المتولدة عن كل دورة (الاستغلال، الاستثمار والتمويل)، في النشاط الاقتصادي للمؤسسة.

➤ **الطور الرابع:** في سنة 1996 أصبحت تعتمد النماذج الحالية لجدول تدفقات الخزينة كقائمة مالية مفروضة مع إدخال معايير المحاسبة الدولية.<sup>2</sup>

### 2.1 مفهوم جدول تدفقات الخزينة: وضعت العديد من التعاريف لجدول تدفقات الخزينة من قبل

الأخصائيين والتي لا تتباين كثيرا،

أ. تعريف جدول تدفقات الخزينة: من أكثر التعاريف تداولاً:

<sup>1</sup> نمر داود نعيم: التحليل المالي، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، 2012، ص 23

<sup>2</sup> Hamid Cerbah. (2009) : *Tableau de flux de trésorerie selon les normes comptables internationale*. Alger edition d'organisation, 2009, P09

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

✓ يعرف الجدول بأنه قائمة من القوائم المالية الأساسية التي يجب تقديمها في نهاية كل دورة، الهدف من إعدادها هو الكشف وتوضيح آثار التغير في النقود نتيجة ممارسة المؤسسة لأنشطتها الاقتصادية المتمثلة في الدورات الثلاث، الاستغلال، الاستثمار والتمويل.<sup>1</sup>

✓ ويعرف على أنه جدول تفصيلي يوضح تغيرات رصيد الخزينة لسنة مالية معينة، ويبين مصادر التدفقات المتولدة من النشاط الاقتصادي للمؤسسة.<sup>2</sup>

عموماً، يعرف جدول تدفقات الخزينة بأنه قائمة مالية مفروض إعدادها وتقديمها من طرف المؤسسات الاقتصادية في شكل جدول عند نهاية كل دورة مالية، لتوضيح العناصر التي تكونت منها مصادر واستخدامات تدفقات خزينة المؤسسة المتولدة عن نشاطاتها الاقتصادية.

ب. خصائص جدول تدفقات الخزينة: مما سبق يمكن عد جملة من الخصائص لجدول تدفقات الخزينة نذكر منها مايلي:

- يعد جدول تدفقات الخزينة من الوثائق الرسمية بالنسبة لأي مؤسسة اقتصادية ملزمة بالإفصاح المالي والمحاسبي؛
- يقدم جدول تدفقات الخزينة عند نهاية كل دورة مالية ويلخص مجمل ممارسات المؤسسة خلال تلك الدورة في شكل تدفقات نقدية من وإلى خزينتها؛
- فرض جدول تدفقات الخزينة على المؤسسات الاقتصادية والمالية لأنه يبين ويفسر مصادر الأموال الداخلة والخارجة، كيفية تكوين الرصيد النهائي للخزينة؛
- يعطي جدول تدفقات الخزينة نظرة شاملة عن الوضعية المالية للمؤسسة بشكل عام وعن الخزينة بشكل خاص.

2. أهم نماذج جدول التدفقات الخزينة وأبرز نقاط التشابه والاختلاف:

توجد العديد من النماذج المعتمدة من قبل الأنظمة المحاسبية والمالية المختلفة، في حين وإن اختلفت التسميات والعناصر المكونة لرصيد الخزينة إلا أنها تؤدي الغرض نفسه، وهو توضيح مصادر تدفقات الخزينة واستخداماتها ومدى تطورها بدلالة الزمن.

<sup>1</sup> قاسم محسن الحبيطي و هاشم زياد: تحليل ومناقشة القوائم المالية، لدار النموذجية للطباعة والنشر، صيدا بيروت، 2011، ص 122.

<sup>2</sup> mohamed Ali et Abdelbasset S : *la finance d'entreprise*, Ellipses, Paris, 2021, P24

## 1.2. نماذج جدول التدفقات الخزينة: هناك العديد من نماذج جدول تدفقات الخزينة نذكر منها مايلي:

أ. جدول تدفقات الخزينة لبنك فرنسا: يبين النموذج كيفية حساب الخزينة المتولدة مندورة الاستغلال

للمؤسسة، إضافة إلى دورتي الاستثمار والتمويل كل على حدى<sup>1</sup>، كما هو مبين في الجدول الموالي.

### جدول رقم 03: جدول تدفقات الخزينة لبنك فرنسا

N+2	N+1	N	البيان
			الفائض الإجمالي للاستغلال - التغير في الاحتياج في رأس المال العامل
			<b>= تدفق خزينة الاستغلال</b>
			- الفوائد المالية - الضرائب على الأرباح - الأرباح الموزعة خلال الدورة الحالية - تسديدات: السندات القروض البنكية قروض مالية أخرى
			<b>= تدفق الخزينة المتاح A</b>
			حيازة التثبيتات الإنتاجية - إعانات الاستثمار + حيازة استثمارات مالية + التغير في الأصول الثابتة خارج الاستغلال - التنازل عن الاستثمارات المادية والمعنوية
			<b>= الاستثمارات الصافية B</b>
			الارتفاع أو الانخفاض في رأس المال + التغير في المجموعة و الشركاء ( متضمنة الديون المالية)

<sup>1</sup> Parienté Somon : *Analyse financière et évaluation de l'entreprise*, Pearson, Paris, 2006, P52 .

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

			+ القروض الجديدة: السندات القروض البنكية قروض مالية أخرى
			= الموارد المستقرة المحصل عليها خلال الدورة الحالية C
			التغير في الخزينة = A + B - C + التغير في المتاحات - التغير في الاعتمادات البنكية الجارية

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي: الجزء الأول، دار وائل للنشر والتوزيع، ط2، عمان، 2011، ص221.

ما يلاحظ أن هذا النموذج يفصل الأرصدة المكونة للرصيد النهائي للخزينة والمتمثلة في خزينة الاستغلال التي تتضمن التدفقات المتولدة من النشاط الاستغلالي للمؤسسة، خزينة الاستثمار وخزينة التمويل، فهو بذلك يعطي نظرة شاملة عن وضعية الخزينة وعن كيفية توليد السيولة للمؤسسة، كما يفسح المجال لأصحاب القرار لتخطيط الاستخدامات.

ب. جدول تدفقات الخزينة أمر الخبراء المحاسبين OEC أو الطريقة غير المباشرة: الأرصدة المكونة للخزينة لكل دورة على حدى، الاستغلال الاستثمار والتمويل، وبحسب رصيد خزينة الاستثمار، حسب فلسفة هذا النموذج، انطلاقاً من النتيجة الصافية الإجمالية،<sup>1</sup> وقد اعتمد النظام المحاسبي المالي الجزائري SCF، نفس النموذج تقريباً باسم الطريقة غير المباشرة بموجب القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008 المحدد لقواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية، الممثل في الجدول الموالي:

<sup>1</sup> Tort E : *Les tableaux de flux de trésorerie en règles françaises et internationales-essai de synthèse*, *Revue française de comptabilité*, N°462 , Paris, Février 2013, PP : 16-33.

جدول رقم 04: جدول تدفقات الخزينة OEC والطريقة غير المباشرة

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

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

			تدفقات الخزينة عند الافتتاح
			تدفقات الخزينة عند الاقفال
			تأثير تغيرات سعر العملات الأجنبية*
			<b>التغير في تدفقات الخزينة</b>

المصدر: قرار مؤرخ في 26 جويلية 2008، الجريدة الرسمية الجزائرية العدد 19، 25 مارس 2009، ص 36.

ت. جدول تدفقات الخزينة للطريقة المباشرة: تعتمد الطريقة على عرض الفصول الرئيسية لدخول وخروج الأموال الإجمالية (الزبائن الموردون والضرائب)، قصد إبراز تدفق مالي صافي وتقريبه إلى النتيجة قبل ضريبة الفترة المقصودة.<sup>1</sup>

جدول رقم 05: جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة

1+N	N	ملاحظة	البيان
			تدفقات الخزينة المتأتية من الأنشطة التشغيلية (الإستغلال) التحصيلات المقبوضة من الزبائن - 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
			= تدفقات الخزينة الناتجة المتأتية من أنشطة الاستغلال (أ)
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار - المسحوبات عن اقتناء تثبيبات عينية أو معنوية + التحصيلات عن عمليات التنازل عن تثبيبات عينية أو معنوية - المسحوبات عن اقتناء تثبيبات مالية + التحصيلات عن عمليات التنازل عن تثبيبات مالية

\* لا يستعمل إلا في تقديم الكشوف المالية المدجة.

<sup>1</sup> قرار مؤرخ في 26 جويلية 2008، الجريدة الرسمية الجزائرية العدد 19، 25 مارس 2009، ص 35-41

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

			+ الفوائد التي تم تحصيلها عن التوظيفات المالية + الحصص والأقساط المقبوضة من النتائج المستلمة
			= صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة 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 المتأتية من أنشطة التمويل (ج)
			+ / - تأثير تغيرات سعر الصرف على الخزينة
			= التغير في تدفقات الخزينة للفترة (أ + ب + ج)
			أموال الخزينة ومعادلاتها عند افتتاح السنة المالية أموال الخزينة ومعادلاتها عند إقفال السنة المالية تغير أموال الخزينة خلال الفترة
			المقاربة مع النتيجة المحاسبية

المصدر: قرار مؤرخ في 26 جويلية 2008، الجريدة الرسمية الجزائرية العدد 19، 25 مارس 2009، ص 36.

ث. جدول التدفقات المالية متعدد السنوات: سيتم التفصيل فيه في الأجزاء الموالية.

## 2.2. أوجه الشبه والاختلاف بين نماذج جدول تدفقات الخزينة:

تشارك نماذج جدول تدفقات الخزينة في العديد من النقاط وتختلف في العديد من النقاط الأخرى.

جدول رقم 06: النقاط المشتركة والاختلافات الجوهرية بين نماذج جدول تدفقات الخزينة

نقاط المقارنة	جدول تدفقات الخزينة لبنك فرنسا	جدول التدفقات OEC أو الطريقة غير المباشرة	جدول تدفقات الخزينة الطريقة المباشرة
منطق الإعداد	فصل الأرصدة حسب كل دورة: استغلال، استثمار وتمويل		
التدفقات	تسجيل كل التدفقات الداخلة والخارجة حسب كل دورة		
خزينة التمويل	التغير في رأس المال مضاف إليه التغير في المجموعة والشركاء + القروض الجديدة	تضم العمليات الخاصة برفع وخفض رأس المال	
خزينة الاستغلال	تحسب من الفائض الإجمالي للاستغلال منقوصا منها التغير في الاحتياج في رأس المال العامل <b>EBE-BFR</b>	تحسب من رقم الأعمال للدورة منقوصا منها جميعا الاستهلاكات الوسيطة المتعلقة بدورة الاستغلال <b>CA - CI</b>	تحسب من صافي نتيجة السنة المالية لإيجاد القدرة على التمويل الذاتي <b>CAF</b>
تدفق الخزينة المتاح	خزينة الاستغلال منقوصا منها الفوائد المالية والضرائب والأرباح الموزعة وتسديد قروض	كل التدفقات المتعلقة بدورة الاستغلال	
خزينة الاستثمار	تحسب من التغير بالزيادة (+) عند اقتناء وبالنقصان (-) عند التنازل عن الثببتات ويفصل بين الثببتات الخاصة بدورة الاستغلال وخارج دورة الاستغلال	تحسب من الفرق بين اقتناء والتنازل عن الثببتات بشتى أنواعها مالية مادية ومعنوية	تحسب من الفرق بين اقتناء والتنازل عن الثببتات كل نوع على حدى العينية، المعنوية والمالية
رصيد الخزينة النهائي	مجموع خزينة الاستغلال وخزينة الاستثمار منقوصا منها رصيد خزينة التمويل مضافا إليها التغير في المتاحات منقوصا منها الإعتمادات البنكية الجارية	محصلة خزينة الاستغلال، الاستثمار والتمويل يضاف إليها التغير في الخزينة عند الافتتاح والإقفال مع الاخذ في الحسبان تأثير تغير سعر	رصيد الخزينة هو مجموع دورة الاستغلال، الاستثمار والتمويل يضاف إليها التغير في الخزينة عند الافتتاح والإقفال

## الفصل الأول: الإطار النظري والمفاهيمي للتسيير الاستراتيجي للخزينة

### واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

	الصرف بالزيادة أو النقصان في حال الكشف المالية المدجة		
--	---	--	--

**المصدر:** من إعداد الباحث بالاستناد إلى المفاهيم النظرية.

يظهر جدول تدفقات الخزينة الصورة الحقيقية لخزينة المؤسسة الاقتصادية، حيث يبين بشكل واضح ومفصل كيفية تكوين الأرصدة من خلال التدفقات النقدية وهي النقطة التي تتشارك فيها كل النماذج، مع بعض الاختلافات التي تظهر في كيفية حساب خزينة الاستغلال، الاستثمار والتمويل.

يؤدي جدول تدفقات الخزينة دورا فعالا في دراسة وتحليل الوضع المالي للمؤسسة من خلال ما يوفره من معلومات حول نشاطها الاقتصادي، كما يساعد المحلل المالي في تحديد مكان القوة والضعف لدى المؤسسة من خلال وضعية الخزينة، إلا أن ما يعاب على هذه النماذج أنها لاتولي اهتماما إلى حجم المؤسسات الناشطة في القطاع الواحد مدى تنافسيتها، ولا معدلات التضخم السائدة، على عكس جدول التدفقات المالية متعدد السنوات الذي يختلف عن سابقه في امتلاكه لعناصر ذات أبعاد استراتيجية.

### رابعا: الجدول متعدد السنوات للتدفقات المالية TPFF

إضافة إلى المزايا التي تتوفر عليها نماذج جدول تدفقات الخزينة، التي تعطي صورة شاملة عن الوضعية المالية للمؤسسة ككل من خلال وضعية الخزينة، يتوفر جدول التدفقات المالية متعدد السنوات على ميزة تعدد السنوات، التي تسمح بإدارة بمعاينة الخزينة وإدارتها بشكل استراتيجي، يمكن أن يفسح المجال لأصحاب القرار في المؤسسة لتحقيق أهداف استراتيجية وتعزيز المركز التنافسي.

### 1. نشأة وتطور جدول التدفقات المالية متعدد السنوات TPFF: أول من وضع منطق بناء الجدول متعدد

السنوات هو **G de MURARD**، وكان ذلك عام 1977 بفرنسا، وقد اقتصر استعماله، في أول الأمر، على تحليل الوضعية المالية للمؤسسات ذات الطابع الفلاحي، حيث تبنى مبادئه فريق عمل من معهد تسيير المؤسسات الريفية **IGER** بفرنسا وحاولوا استعماله في القطاع الفلاحي، حيث كان ذلك عام 1992، كما استعمل المركز الاقتصادي الريفي **CER** نفس المبادئ عام 1995 لتشخيص الوضعية الاقتصادية للمؤسسات الريفية<sup>1</sup>، وقد

<sup>1</sup> Vaissiere, Pierre : **un tableau de flux passant par le revu disponible**, université de Dijon, Dijon , 2006, Sans numéro de page

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

استخدم نموذجان متشابهان من الجدول مع اختلاف بسيط، وللإشارة لا يستخدم الجدول متعدد السنوات كقائمة مالية مفروضة على المؤسسات الاقتصادية، بل يستخدم كأداة للتشخيص الاقتصادي والمالي للمؤسسات الاقتصادية خاصة ذات النشاط الوحيد.

2. مفهوم جدول التدفقات المالية متعدد السنوات TPF:

1.2 تعريف جدول التدفقات المالية متعدد السنوات: وضعت العديد من التعاريف لجدول التدفقات المالية

متعدد السنوات نذكر منها:

- ❖ يعتبر جدول التدفقات المالية متعدد السنوات بمثابة الجدول التفسيري الذي يوضح كيفية تكون الأرصدة الرئيسية لخزينة المؤسسة الاقتصادية، (تدفقات نشاط الاستغلال، المالي والاستثنائي)، كما يعد جدول معياري يتوفر على الأدوات اللازمة من أجل التشخيص المالي.<sup>1</sup>
- ❖ ويعتبر جدول يعبر عن عدة دورات مالية ويحدد كفاءة الأداء الاقتصادي للمؤسسة والسياسة المالية، إضافة إلى العمليات الاستثنائية،<sup>2</sup> بمعنى جدول يبين كيفية تكوين التدفقات المالية في النشاط الاقتصادي، المالي والاستثنائي للمؤسسة الاقتصادية.

وهناك من يعتبر الجدول بمثابة جدول هجين بين جدول حساب النتائج المعروف TCR، و جدول التمويل TF، نظرا للخصائص المشتركة التي يشتمل عليها الجدول لنقاط التشابه المشتركة بينهم.

جدول التدفقات المالية متعدد السنوات TPF، يعتبر جدول شامل ومعيارى يوضح كيفية تكوين الأرصدة المتولدة من تدفقات نشاط الاستغلال، والنشاط الاستثمارى والتمويلي، ويتضمن الجدول على المؤشرات اللازمة لدراسة وتحليل وضعية الخزينة والوضعية المالية للمؤسسة ككل، وتحديد مكان القوة والقصور داخلها كما يفسح المجال لأصحاب القرار لتحديد كفاءة وفعالية الأنشطة التي تمارسها المؤسسة من خلال التحليل الدقيق لهذه المؤشرات على مدى عدة سنوات متتالية تصل إلى خمس سنوات، كما يتيح فرصة اتخاذ قرارات مالية على المدى المتوسط والبعيد وتخطيط الموضع الاستراتيجي من خلال تحديد الاتجاه العام لهذه المؤشرات

<sup>1</sup> Melyon GERRARD : *La gestion financière* , Breal, France, 2007 , P52

<sup>2</sup> Antraigue D : *Gestion de la trésorerie et diagnostic financier approfondi* – limoge, France,

<http://public.intenligne.net>, le 24/01/2020

## 2.2. خصائص جدول التدفقات المالية متعدد السنوات TPF: مما سبق يمكننا استخلاص عدة

خصائص نذكر منها مايلي:

- هو جدول شامل ومعياري يوضح مصادر تكوين الأرصدة المكونة للرصيد النهائي للخزينة؛
- يمكننا من متابعة الخزينة بصفة ديناميكية وعلى مدى عدة سنوات؛
- يمكننا من تخطيط الموضوع الاستراتيجي للخزينة من خلال تحديد الاتجاه العام للتدفقات في الخزينة وإدارة السيولة بكفاءة وفعالية قد تجنب المؤسسة مخاطر العسر المالي والإفلاس؛
- يتوفر الجدول على ميزة تعدد السنوات (تصل إلى خمسة سنوات) التي تفسح المجال لدراسة وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة بشكل ديناميكي.

إضافة إلى النقاط التي يشترك فيها جدول التدفقات المالية متعدد السنوات مع باقي الأصناف والمتمثلة أساسا في مبدأ فصل الأرصدة، يتوفر الجدول على العديد من المزايا أهمها تعدد السنوات، التي تفسح المجال للتحليل والتخطيط الاستراتيجي لخزينة المؤسسة، كما يهتم الجدول بالتدفقات المتأتية من دورة الاستغلال لأنها، حسب فلسفته، تعتبر مؤشر لقياس مدى فعالية نشاط المؤسسة، وتعطي انطباعا على مدى قدرة المؤسسة على التوسع من خلال نشاطها الرئيسي، ولا يهمل الجدول التدفقات المتأتية من العمليات الاستثنائية والمالية التي تدخل كلها في تكوين الرصيد النهائي للخزينة.

## 3. إعداد جدول التدفقات المالية متعدد السنوات TPF

يعتبر جدول التدفقات المالية متعدد السنوات من أهم الأدوات التي يمكن استخدامها في تشخيص وتخطيط الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية استراتيجيا بفضل ما يتوفر عليه من مزايا في شكل تفصيل الأرصدة وتعدد السنوات.

## 1.3. نموذج جدول التدفقات المالية متعدد السنوات: وضعت العديد من نماذج جدول التدفقات المالية

متعدد السنوات التي تتشابه إلى حد بعيد مع بعض الاختلافات البسيطة، وقد اخترنا النموذج الأشهر المبين في الجدول الموالي والذي يتوفر على خمس دورات مالية كما هو مبين،

جدول رقم 07: جدول التدفقات المالية متعدد السنوات TPF

2+ن	1+ن	ن	1-ن	2-ن	البيان	
					المبيعات + إنتاج الفترة (خارج الرسم) - الإستهلاكات الوسيطة 1. مواد أولية 2. مناولات 3. إستهلاكات وسيطة أخرى 4. أتاوات وحقوق الملكية التجارية والصناعية - رسوم وضرائب	الاستغلال النتيجة والنمو
					= القيمة المضافة VA	
					معدل النمو الظاهر معدل التضخم معدل النمو الفعلي - تكاليف الأجراء	
					(1): فائض الاستغلال الإجمالي EBE (الهامش على القيمة المضافة)	
					(2): التغير الصافي للمخزونات (3) = (1) - (2) الفائض العملياتي (4): التغير في $BFR_{ex}$ (التغير في الجاري التجاري) (5) = (3) - (4): فائض خزينة الاستغلال (ETE) (6): استثمارات في العقارات للاستغلال (7) = (5) - (6): الرصيد الاقتصادي DAFIC : E	تحويل النمو بواسطة النتيجة

					<p>(8): التغير الصافي في الديون</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● المتوسطة والطويلة الأجل</li> <li>● القصيرة الأجل</li> </ul> <p>(9): - تكاليف مالية والتمويل الإيجاري</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- الضريبة على الأرباح</li> <li>- مساهمة العمال</li> <li>- أرباح موزعة على الشركاء</li> </ul> <p>(10): الرصيد المالي (الخارجي): F</p>	تدفقات الديون الصافية وما يقابلها
					<p>(11) = (7) + (10): الرصيد الجاري: G</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>+ إيرادات مالية</li> <li>+ نواتج التنازل عن التثبيتات</li> <li>+ الرفع من رأس المال</li> <li>+/- نواتج أخرى ونواتج استثنائية</li> <li>- حيازة تثبيتات أخرى</li> <li>- التغير في <math>BFR_{hex}</math></li> <li>= التغير في الخزينة</li> </ul>	تدفقات مالية أخرى

Source: Patrice Vizzavona, *Gestion financière*, Berti édition, 9<sup>ème</sup> édition, Paris, 1992, P10.

يظهر النموذج أعلاه للجدول المتعدد السنوات للتدفقات المالية البعد الاستراتيجي لهذا الأخير، نظرا لتوفره على العديد من الأرصدية التي يمكن أن نعتد عليها كمؤشرات لتحديد وتشخيص الوضعية المالية للمؤسسة، إضافة إلى تعدد السنوات التي تظهر لنا مدى واتجاه تغير كل مؤشر والتي يمكن استخدامها كسلسلة زمنية لتخطيط الموضوع الاستراتيجي.

ويعتبر هذا النموذج الأكثر واقعية نظرا لاستبعاده لتأثير تغير معدل التضخم على نمو القيمة المضافة، وذلك من خلال قسمة معدل النمو الظاهر للقيمة المضافة على  $i+1$ ، بمعنى كل نمو في القيمة المضافة أو رقم أعمال المؤسسة لا بد أن يكون حقيقيا باستبعاد تأثير معدل التضخم في هذا النمو.

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

2.3 الأرصدة المكونة للخزينة وشروط التوازن حسب فلسفة الجدول: يتوفر جدول التدفقات المالية متعدد السنوات على العديد من الأرصدة التي تستخدم في تحليل وضعية المؤسسة والتي تدخل أساسا في تكوين الرصيد النهائي للخزينة، وقد قسمنا هذه الأرصدة إلى:

أ. الأرصدة الرئيسية: التي تتمثل في:<sup>1</sup>

➤ **الرصيد الاقتصادي E:** يعبر عنه بالفرق بين فائض خزينة الاستغلال ورصيد الاستثمارات في تثبيتات الاستغلال، ويسمى أيضا بالمتاح بعد تمويل النمو الداخلي DAFIC، الذي يجب أن يكون موجبا قليلا لعدة سنوات، حتى تستطيع المؤسسة تمويل تثبيتات الاستغلال واستغلال الفائض النقدي.

➤ **الرصيد المالي F:** ويسمى أيضا بالرصيد الخارجي، يحسب إنطلاقا من الفرق بين التغير في مجموع الديون الطويلة، المتوسطة والقصيرة منقوصا منها، الضريبة على الأرباح، التكاليف المالية، مساهمة العمال والأرباح الموزعة على الشركاء، ومن شروط التوازن حسب فلسفة الجدول، أن يكون سالبا قليلا لعدة سنوات ليكون متوازنا مع الرصيد الاقتصادي الموجب قليلا لعدة سنوات، بمعنى تسديد أقساط من الديون لتفادي الأثر السلبي للمديونية الدائمة.

➤ **الرصيد الجاري G:** أو ما يعرف برصيد التسيير الذي يعتبر حاصل مجموع الرصيد الاقتصادي والرصيد المالي، والذي يجب أن يكون موجبا قليلا لعدة سنوات لتكون المؤسسة في وضع مالي مريح يمكنها من توزيع الأرباح على المساهمين وتعزيز سمعتها عند المستثمرين.<sup>2</sup>

ب. الأرصدة الفرعية: تمثل أرصدة ثانوية مقارنة بما سبق ذكره وهي رصيد القيمة المضافة VA، الفائض الإجمالي للاستغلال EBE وفائض خزينة الاستغلال ETE:

✓ **القيمة المضافة:** هو الرصيد الفرعي الأول الأكثر أهمية، يتم حسابه من جدول حساب النتائج، وهو الفرق بين مجموع رقم الأعمال، إنتاج الفترة (خارج الرسم) والاستهلاكات،<sup>3</sup> ويمكن الاعتماد على رصيد القيمة المضافة كمؤشر يقيس مدى ربحية المؤسسة، كفاءة وفعالية نشاطها الرئيسي.

<sup>1</sup> زغيب مليكة و بوشنقر ميلود: التسيير المالي، ط1، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2011، ص76

<sup>2</sup> Jean RIOLLET : *une Nouvelle approche de diagnostic économique et financier des entreprises agricoles en utilisant le tableau pluriannuel des flux financiers*, revue de l'économie rurale, N° 206, France , 1991, PP : 52-56

<sup>3</sup> Rebaine, N. (2006). *Introduction à l'analyse financière*, Eurl pages blues internationales, Alger, 2006, P18

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

✓ **الفائض الإجمالي للاستغلال:** يمثل القيمة المضافة منقوصاً منها مصاريف الأجراء والأجور وأعباء الضمان الاجتماعي؛<sup>1</sup>

✓ **فائض خزينة الاستغلال:** يمثل الفائض الإجمالي للاستغلال EBE مطروحاً منه التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFRex.<sup>2</sup>

➡ **الرصيد النهائي للخزينة:** يحسب الرصيد النهائي للخزينة بإضافة الإيرادات والنواتج المالية الأخرى والاستثنائية بمعنى التي تولدت من العمليات خارج الاستغلال إلى الرصيد الجاري G ثم نطرح منها الفرق بين شراء والتنازل عن التثبيتات الأخرى والأعباء الاستثنائية (+/-) مع طرح التغير في الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال.

يظهر البعد الاستراتيجي للجدول من خلال ميزة تعدد السنوات، تفصيل الأرصدة ومؤشر النمو الفعلي وهو ما يفسح المجال أمام المدير المالي لاستخدام هذه الأرصدة كمؤشرات دقيقة لمعرفة الوضعية المالية للمؤسسة، ومدى تطورها مع الزمن.

### المطلب الثاني: التسيير الإستراتيجي لخزينة المؤسسة

أظهرت لنا المفاهيم السابقة مدى أهمية الخزينة في المؤسسة، فبعدما كانت تعد بمثابة محصلة للأموال أو الرصيد النهائي لما تتوفر عليه المؤسسة من أموال متاحة أو بالأحرى نقطة النهاية، أصبحت نقطة البداية التي تنطلق منها جميع القرارات المالية، لاسيما الإستراتيجية منها، فالمدير المالي بعدما كان يكتفي بمعاينة الخزينة ومعرفة وضعيتها، أصبح ملزماً بتسييرها بشكل استباقي واستراتيجي لاتخاذ القرارات المناسبة، ويرتكز التسيير الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية، أساساً، على مفهومين هامين هما التشخيص الاستراتيجي والتخطيط الاستراتيجي لها.

### أولاً: التشخيص الاستراتيجي لخزينة المؤسسة

#### 1. مفهوم التشخيص الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية:

<sup>1</sup>AMARRIS Group: *compta\_facile - l'analyse du compte de resultat* <https://www.compta-facile.com>, le 5/8/2022 à 18:43

<sup>2</sup>Perrin Emma: *AGICAP - tout savoir sur l'excédent de trésorerie d'exploitation*, <https://agicap.com/fr/article/excedent-de-tresorerie-d-exploitation-definition-calcul-utilisation>, le 6/12/2021 à 23 :33 am.

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر مفهوم التشخيص الاستراتيجي للخزينة من المفاهيم الحديثة في مجال الإدارة المالية وهو سبب عدم وجود تعريفا صريحا خلال بحثنا، وسنسعى إلى ذلك من خلال عرض ودمج المفاهيم المتعلقة بالتشخيص المالي والاستراتيجية على النحو الآتي:

**1.1 تعريف التشخيص الاستراتيجي للخزينة:** قبل وضع مفهوما دقيقا للتشخيص الاستراتيجي للخزينة، لابد أن نتطرق إلى مايلي:

أ. **تعريف الإستراتيجية:**يسند مايكل بورتر نجاح أو فشل المؤسسة الاقتصادية إلى ما يعرف بالإستراتيجية التي عرفها على أنها الخطة التي تضعها المؤسسة من أجل كسب مركزا أو سلسلة من المراكز التنافسية التي تحقق تفوقا وأداءات مالية جيدة.<sup>1</sup>

ب. **تعريف التشخيص المالي:** يعرف التشخيص المالي بأنه جميع الإجراءات والأنشطة التي تستخدمها المؤسسة الاقتصادية، من دراسة وتحليل لنظام انتاجها وقنوات التوزيع، إضافة إلى تحليل السوق الذي تنشط فيه، من أجل تحديد وضعيتها المالية والوقوف على أداءاتها وإيجاد الطرق المثلى من أجل زيادة كفاءتها وتعزيز مركزها التنافسي.<sup>2</sup>

ت. **تعريف التشخيص الاستراتيجي:** يعرف بأنه النشاط الذي تسعى المؤسسة من خلاله إلى معرفة أسباب ومصادر المشكلات التي تواجهها في الوقت الحالي والمستقبلي، إضافة إلى تحديد نقاط الضعف والاختلالات في وضعيتها المالية، ومعرفة الموضع الاستراتيجي، بهدف تحسين الوضعية المالية وتعزيز الموضع الاستراتيجي لتحقيق تطورا ونموا محتملا.<sup>3</sup>

من خلال المفاهيم المتقدمة، يمكن لنا وضع تعريف للتشخيص الاستراتيجي للخزينة كما يلي:

هو كل الإجراءات والعمليات التي تتخذها المؤسسة الاقتصادية من أجل تحقيق نمو وتطورا محتملا، والتي تشمل دراسة وتحليل وضعيتها المالية من خلال القوائم المالية، لاسيما جدول تدفقات الخزينة لتحديد الانحرافات ومكان الاختلال، أي تحديد نقاط القوة والضعف للمؤسسة، بمعنى آخر دراسة وتحليل البيئة الداخلية للمؤسسة،

<sup>1</sup> Ritson Neil : *Startigic Management*, Setasign, 2nd édition , Delhi, India, 2017, P02

<sup>2</sup> Vernimmen Pierre: *Finance d'entreprise*, DALLOZ, Paris, 2015, P173.

<sup>3</sup> Ogien Dov : *Gestion financière de l'entreprise*. 2eme edition, Dunod, France 2011, P02

## واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

إضافة إلى دراسة وتحليل السوق الذي تتفاعل معه، أي البيئة الخارجية بشكل عام، لوضع الخطط المالية الطويلة الأجل، التي تسمح لها بأخذ مركزا تنافسيا وموضعا استراتيجيا وأداء ماليا متميزا.

### 2.1 خصائص التشخيص الاستراتيجي للخزينة: يميز التشخيص الاستراتيجي للخزينة بالنقاط التي نذكر منها:

- يركز التشخيص الاستراتيجي للخزينة على المعلومات المالية، سيما تلك التي يوفرها جدول تدفقات الخزينة.
- تعتبر ميزة تعدد السنوات التي يتضمنها الجدول متعدد السنوات أحد أبرز خصائص التشخيص الاستراتيجي للخزينة وأبعاده، لأنها ببساطة تسمح للمدير المالي بتحديد اتجاه كل مؤشر.
- يركز التشخيص الاستراتيجي للخزينة على الاتجاهين العمودي والأفقي في التحليل، دراسة وتحليل الأرصدة المكونة للخزينة ومعرفة تطور كل رصيد مع الزمن.
- يعطي التشخيص الاستراتيجي للخزينة نظرة أكثر شمولية عن وضعية الخزينة وعن الوضعية المالية للمؤسسة ككل إضافة إلى الموضع الاستراتيجي والأداء المالي.

ويتضح من النظرة الأولى أن جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، هو الأداة الأنسب لتحديد هذه الانحرافات، لأنه ينطوي على خاصية تعدد السنوات التي تتيح للمدير المالي معرفة الوضعية المالية الحالية، وإعداد الميزانيات التقديرية للتدفقات المالية، كما يرسم طريقا للمؤسسة التي ترغب في النمو الداخلي للمؤسسة من خلال تحليل ومتابعة الرصيد المتأتي من النشاط العادي لها.

### 2. أدوات التشخيص الاستراتيجي:

استخدمت الشركات الاقتصادية ومكاتب الدراسات الخاصة العديد من الطرق الكمية والنوعية والأدوات من أجل تشخيص الوضعية المالية والوقوف على نقاط الضعف والقوة، إضافة إلى تحديد الفرص والتهديدات، أبرزها التحليل الاستراتيجي الكلاسيكي الذي يتضمن نموذج هارفارد ومصنوفة SWOT، إضافة إلى تحليل محفظة الأنشطة الإستراتيجية\*<sup>DAS</sup> للمؤسسة التي تضم مصنوفة BCG، ADL، ومصنوفة McKinsey.

### 1.2 التحليل الاستراتيجي الكلاسيكي: يتضمن التحليل الاستراتيجي الكلاسيكي عدة أدوات للتحليل

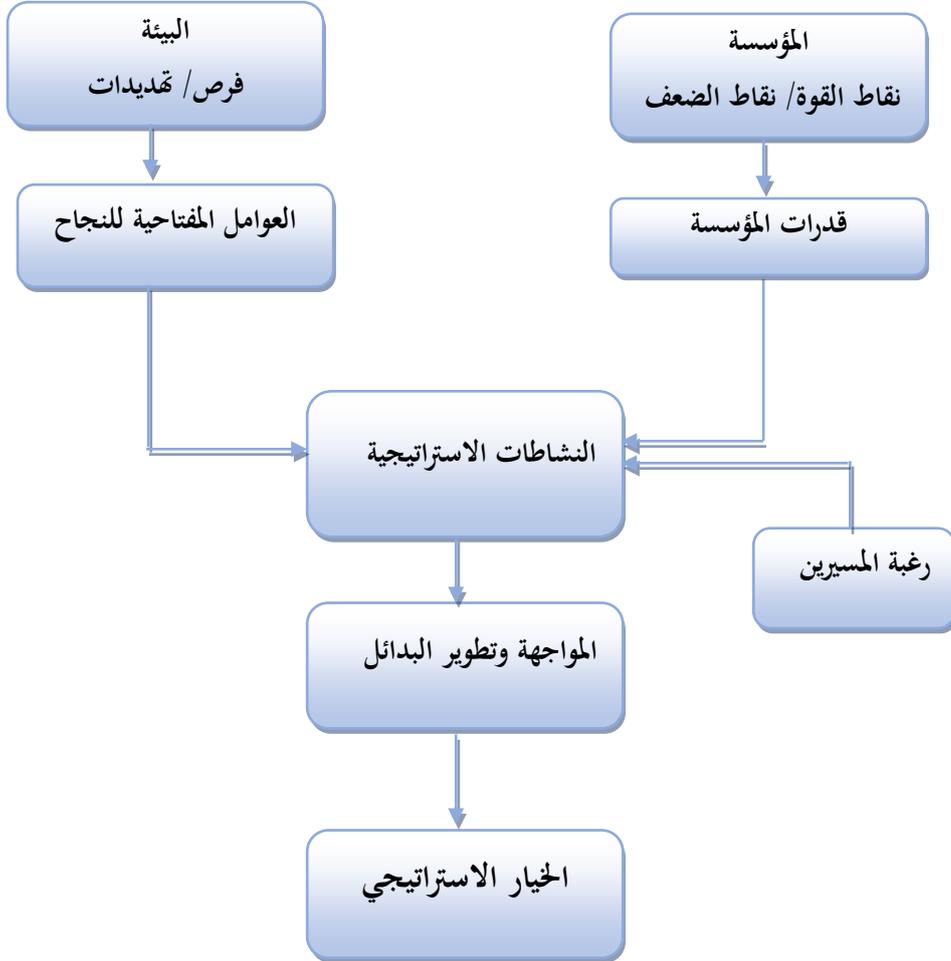
أبرزها:

أ. نموذج جامعة هارفارد للتحليل الاستراتيجي: عادة ما يستخدم مخطط جامعة هارفارد للتحليل

الاستراتيجي كنموذج أساسي في عملية التحليل الاستراتيجي، كما هو موضح بالشكل الموالي:

\*DAS:Domaine d'Activité Stratégique

شكل رقم 06: نموذج جامعة هارفارد للتحليل الاستراتيجي



Source: G.GARIBALDI: *Analyse stratégique*, Eyrolle, édition d'organisation, Paris, 2008, P189.

يبين النموذج أعلاه شقين، شق يتعلق بالمؤسسة الاقتصادية والذي يشتمل على القدرات المادية المالية والبشرية (البيئة الداخلية) أي نقاط القوة والضعف، وشق يشتمل على العوامل الخارجية للبيئة التي تحمل فرصا وتهديدات، فههدف المؤسسة الاقتصادية، من خلال هذا التحليل، هو تحديد نقاط القوة والضعف لديها واستغلال العوامل المفتاحية للنجاح وتكوين مجموعة من الخيارات الإستراتيجية التي تحقق الأهداف البعيدة.

ب. مصفوفة التحليل الرباعي SWOT

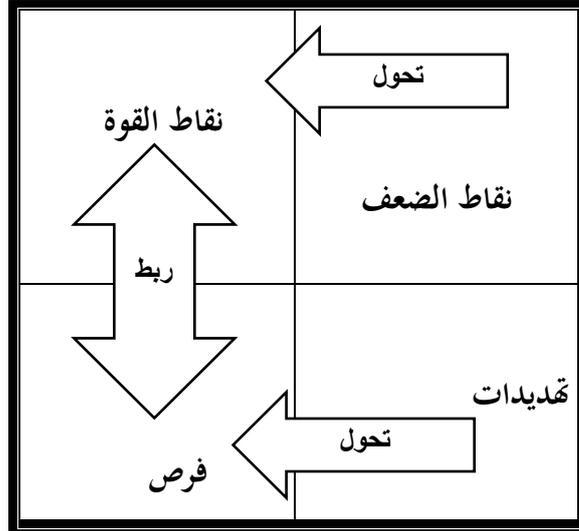
يرتكز التحليل الرباعي على مقارنة نقاط القوة ونقاط الضعف لدى المؤسسة الاقتصادية، مع الفرص والتهديدات المحيطة بها،<sup>1</sup> وتعبير آخر تحليل SWOT يمكن المؤسسة من الوقوف على إمكاناتها الداخلية وقدراتها

<sup>1</sup> strategie de l'entreprise: *analyse de Swot*– <https://fiches.manager-go.com>, le 6/6/2022 à 22:36

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

الحقيقية التي تشكل نقاط القوة والضعف لديها، واستخدامها من أجل استغلال الفرص المتاحة وتفادي التهديدات المحيطة، مما يتيح باتخاذ مركزا تنافسيا يمكنها من تحقيق أهدافها الاستراتيجية.

شكل رقم 07: مصفوفة SWOT



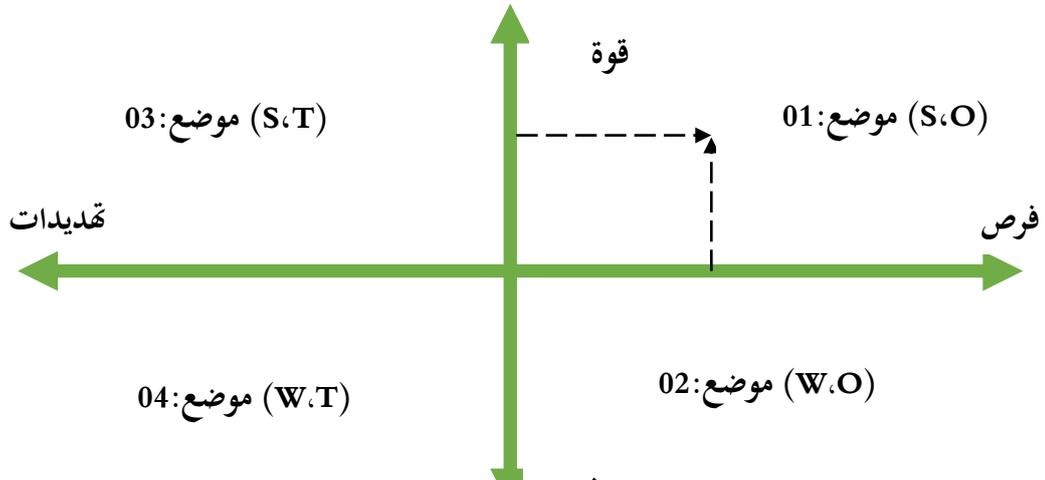
المصدر: باسم شمس الدين: التحليل والتقييم في الإدارة الحديثة، ط1، دار الكتاب الحديث، القاهرة،

2014، ص06.

يمكن للمؤسسة الاقتصادية، من خلال تحليل سووت، أن تقف على إمكاناتها الحقيقية، كما يمكنها تحديد نقاط الضعف لديها ومحاولة تصحيح الخلل وتحويلها إلى نقاط قوة، كما هو مبين في النموذج أعلاه، واستخدامها من أجل تفادي التهديدات واستغلال الفرص المتاحة.

و يمكن رسم المصفوفة في شكل معلم متعامد ومتجانس كما يلي:

شكل رقم: 08 يمثل مصفوفة SWOT



المصدر: من إعداد الباحث با **ضعف** - مفهوم تحليل SWOT

- **الموضع رقم 01 للتوليفة (O,S):** هو الموضع المثالي بالنسبة للمؤسسة، حيث تمتلك المؤسسة نقاط قوة وبيئتها تنطوي على فرص تستغلها، فالمؤسسة مثلاً تمتلك نظام إنتاج فعال ومنتجاً ذا جودة عالية يلقي قبولا من الزبائن ويظهر ذلك من خلال كمية المبيعات (مؤشر رقم الأعمال السنوي)، إضافة إلى السوق الذي تنشط فيه يتيح فرصة التوسع مثلاً وتحقيق حصص سوقية إضافية، فالمؤسسة في هذه الوضعية مطالبة بتعزيز مركزها التنافسي والحفاظ على موضعها الاستراتيجي لأطول فترة ممكنة.
- **الموضع رقم 02 للتوليفة (O,W):** تبين وجود فرصاً للمؤسسة في حين لديها اختلالات (نقاط ضعف) لذلك فهي مطالبة بتصحيح الانحرافات حتى تتمكن من استغلال الفرص المتاحة، وكمثال أن المؤسسة تنشط في سوق رائجة، بمعنى تنطوي على فرصاً إلا أنها لا تمتلك نظام إنتاج فعال ولا منتجات تنافسية فهي مطالبة بتحسين نظام إنتاجها ومنتجاتها لاستغلال الفرص المتاحة أمامها وبذلك تنتقل إلى **الموضع رقم 01**.
- **الموضع رقم 03 للتوليفة (T,S):** تبين امتلاك المؤسسة لنقاط قوة، في حين البيئة الخارجية تنطوي على مخاطر وتهديدات، فالمؤسسة مطالبة بالبحث أكثر لإدارة المخاطر وتحويلها إلى فرصاً، وفي مثالنا السابق المؤسسة تمتلك نظاماً إنتاج فعال، وقنوات توزيع كفاءة إلا أن البيئة التي تنشط فيها شديدة المنافسة، فهي مطالبة بالبحث أكثر وتقديم منتجات بميزات تنافسية حتى تلقى قبولا عند الزبائن، بمعنى على المؤسسة استغلال مكامن القوة لديها للانتقال إلى موضع أحسن.

■ **الموضع رقم 04 للتوليفة (T,W):** تعد هذه الوضعية الأكثر تعقيدا لأي مؤسسة اقتصادية، نقاط ضعف مع تهديدات خارجية، فالمؤسسة في حالتنا هذه لا تملك خيارات كثيرة وما عليها إلى الخروج من القطاع، وفي مثالنا السابق المؤسسة لا تمتلك منتجات تنافسية ولا نظام انتاج فعال وتنشط في سوق شديد المنافسة، فهي مجبرة على الخروج من السوق وتغيير النشاط.

**2.2 تحليل حافظة الأنشطة الإستراتيجية للمؤسسة:** يتضمن هذا النوع من التحليل عدة مصفوفات، يمكن للمدير المالي تحديد الموضع الاستراتيجي للمؤسسة من خلالها و أشهرها:

أ. **مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية للتحليل BCG:** التي تعد نموذجا كيميا بامتياز، الذي يعتمد بشكل عام على معدل نمو السوق في محور العينات للمصفوفة (المحور العمودي)، تقاس من خلاله جاذبية كل نشاط استراتيجي من أنشطة المؤسسة ، والحصة النسبية للسوق في محور السينات (المحور الأفقي) للمصفوفة، التي يعرف من خلاله الموضع التنافسي للمؤسسة استنادا إلى أنشطتها الإستراتيجية<sup>1</sup>.  
وبالنسبة للحصة السوقية النسبية ومعدل نمو السوق فتحدد كمايلي<sup>2</sup>:

- **الحصة النسبية للسوق:** الحصة السوقية للمؤسسة/الحصة السوقية للقائد (المؤسسة الأكبر حصة)؛
- **معدل نمو السوق:** يقاس بسلم من 0 إلى 10 أو إلى 20% حسب درجة نضج الصناعة أو المعدل المتوسط لنمو اقتصاد المنطقة التي تنشط فيها المؤسسة.

ونقاط الالتقاء على محوري السينات والعينات تمثل المواضع الإستراتيجية للمؤسسة لكل نشاط

استراتيجي، كما هو مبين بالشكل الموالي:

<sup>1</sup>Tugrul Atamer et C.Roland: *Diagnostic et décisions stratégiques*, 2eme édition, Dunod, Paris, 2003, P183

<sup>2</sup> Goboin Bertrand : *La boîte à outil de la stratégie*, Dunod, Paris, 2012, P55

شكل رقم: 09 يمثل مصفوفة BCG

معدل نمو السوق	+	<p><b>النجوم *</b></p> <p>تدفقات خارجية: مرتفعة</p> <p>تدفقات داخلية: مرتفعة</p> <p>صافي التدفقات: تؤول إلى الصفر</p>	<p><b>? المأزق</b></p> <p>تدفقات خارجية: جد مرتفعة</p> <p>تدفقات داخلية: محدودة</p> <p>صافي التدفقات: جد سالبة</p>
	-	<p><b>البقرة الحلوب \$</b></p> <p>تدفقات خارجية: منخفضة</p> <p>تدفقات داخلية: جد مرتفعة</p> <p>صافي التدفقات: جد موجبة</p>	<p><b>X الأوزان الميتة</b></p> <p>تدفقات خارجية: ضعيفة</p> <p>تدفقات داخلية: ضعيفة</p> <p>صافي التدفقات: موجبة قليلا</p>
		+	-
		الحصة النسبية للسوق	

Source: Tugrul Atamer et Roland Calori: *Diagnostic et décisions stratégiques*, Dunod, 2<sup>ème</sup> édition, Paris, 2003, P182.

تشير المصفوفة إلى أربعة وضعيات للأنشطة الإستراتيجية للمؤسسة، كما يلي:<sup>1</sup>

**المأزق (الاستفهام):** هي الوضعية التي تشير إلى حصة سوقية نسبية منخفضة للنشاط الاستراتيجي للمؤسسة مع معدل مرتفع لنمو السوق الذي تنشط فيه المؤسسة؛

**الأوزان الميتة:** الوضعية التي تشير إلى حصة سوقية نسبية منخفضة للنشاط الاستراتيجي للمؤسسة ومعدل منخفض لنمو السوق؛

**النجوم:** تبين الوضعية أن المؤسسة تمتلك حصة سوقية نسبية مرتفعة لنشاطها الاستراتيجي و معدل نمو مرتفع للسوق الذي تنشط فيه، بمعنى تغطي إيرادات المؤسسة التكاليف ولا تحقق عوائد كبيرة؛

**البقرة الحلوب:** تظهر الوضعية أن المؤسسة تمتلك حصة سوقية نسبية مرتفعة بالرغم من معدل نمو منخفض للسوق، بمعنى الإيرادات أكبر من التكاليف.

<sup>1</sup> عبد القادر محمد الأسطة : الإدارة الإستراتيجية الحديثة، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص 209

ب. مصفوفة ماكينزي McKinsey: يعتمد النموذج على المعايير النوعية في التحليل الاستراتيجي، ويشتمل أساسا على بعدين رئيسين هما: درجة جاذبية القطاع، والموقع الاستراتيجي للمؤسسة استنادا إلى أنشطتها الإستراتيجية.<sup>1</sup>

نلاحظ اعتماد هذا النموذج على درجة جاذبية القطاع المرجح (قوي، متوسط، ضعيف) والموقع الاستراتيجي المرجح للمؤسسة (قوي، متوسط، ضعيف)، من خلال أنشطتها الإستراتيجية، حيث يتم الحكم عليها من عدة معايير نوعية أبرزها جودة المنتج، القيمة المضافة، كفاءة المورد البشري، التكنولوجيا، القدرات الإدارية للمؤسسة، نظام المعلومات وغيرها، حيث توضع لكل معيار نقطة ويستنتج من خلالها الموقع الاستراتيجي المرجح للمؤسسة، وكما هو موضح في الشكل الموالي الذي طرح من قبل شركة ماكينزي الاستشارية وشركة جينرال إلكتريك.

شكل رقم 10: مصفوفة GE.McKinsey

جاذبية النشاط الاستراتيجي بالنسبة للقطاع

الموقف (الوضع) الاستراتيجي	ضعيف	متوسط	قوي	
	تردد رفع المردودية	منافس الاستقرار مواكبة التطور	رابح الاستقرار تدفقات عالية	قوي
	خطر الخروج الاختباري	مقبول رفع المردودية بحذر	تحمل تحسين الوضعية	متوسط
	خاسر الخروج من الاستثمار	خطر مضاعفة الجهود أو الخروج	تردد مضاعفة الجهود أو الخروج	ضعيف

Source:Olivier Meier, *Diagnostic Stratégique*, Dunod, 04<sup>ème</sup> édition, 2015, P197.

تبين المصفوفة المكونة من تسع خانات حالة الأنشطة الاستراتيجية للمؤسسة الاقتصادية، التي تمثل أساسا الوضعيات الإستراتيجية للمؤسسة، التي تحدد بناء على كمية التدفقات الداخلة والخارجة لأنشطتها الإستراتيجية استنادا الى عدة معايير نوعية، كما سبق وأن ذكرنا، حيث يمكن ملاحظة ثلاث وضعيات رئيسية واقعة على قطر المصفوفة كما يلي:

<sup>1</sup>Meier Olivier : *Diagnostic Stratégique* , Dunod, Paris, 2015, P196

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

- **الوضعية رابح:** موضع استراتيجي قوي ونشاط استراتيجي جذاب، بمعنى تدفقات نقدية داخلية وخارجية مرتفعة وهي وضعية جيدة للمؤسسة يفضل الاستقرار والعمل على البقاء في نفس الوضعية.
- **الوضعية مقبول:** تشير إلى موضع استراتيجي متوسط ونشاط استراتيجي متوسط الجاذبية، المؤسسة في هذه الحالة محيرة بين الإبقاء على الوضعية أو رفع المردودية لكن بحذر.
- **الوضعية خاسر:** تشير إلى موضع استراتيجي ضعيف ونشاط استراتيجي غير جذاب، معناه تدفقات مالية داخلية وخارجية ضعيفة بسبب ضعف النشاط وتدهور المردودية وفي هذه الحالة على المؤسسة الخروج نهائيا أما الوضعيات الأخرى الموجودة في المصفوفة فتعتبر وضعيات ثانوية، تمتلك المؤسسة الخيار فيه اتخاذ القرار الأنسب:

- **وضعية خطر:** تظهر في التوليفة موضع استراتيجي ضعيف - جاذبية نشاط قوية أو موضع استراتيجي ضعيف - جاذبية نشاط متوسطة: حيث تبين الحالتين أن مردودية المؤسسة متوسطة بمعنى تدفقات مالية داخلية وخارجية متوسطة، وفي هذه الحالة المؤسسة محيرة بين الخروج أو مضاعفة الجهود لتحسين الوضعية.

- **وضعية تردد:** تظهر هذه الوضعية في التوليفة: موضع استراتيجي ضعيف - جاذبية نشاط قوية: والتي تبين انخفاض التدفقات نتيجة لضعف مردودية المؤسسة، فهي مطالبة إما بمضاعفة الجهود وتحسين الوضع التنافسي أو الخروج بأقل الأضرار، و التوليفة : موضع استراتيجي قوي - جاذبية نشاط ضعيفة هي تقريبا نفس الحالة السابقة: فالمؤسسة تملك خيار رفع المردودية أو الخروج.

- **وضعية تحمل:** تظهر في التوليفة: موضع استراتيجي متوسط - جاذبية نشاط قوية: بمعنى تدفقات مالية متوسطة، فالمؤسسة، في هذه الحالة، مطالبة بالإبقاء على النشاط والتحمل مع العمل على تحسين الوضعية من خلال محاولة رفع المردودية وتحسين المركز التنافسي.

- **وضعية منافسة:** التي تشير إليها التوليفة: موضع استراتيجي متوسط - جاذبية نشاط متوسطة: تدفقات مالية متوسطة، فعلى المؤسسة البقاء في النشاط مع العمل على تحسين الوضعية التنافسية للتطور والاستمرار.

ت. **مصفوفة أرثر دي ليتل ADL:** مصفوفة مكونة من خمسة أسطر وأربعة أعمدة، يمثل المحور العمودي فيها الوضعية التنافسية للمؤسسة، أما المحور الأفقي فيمثل درجة نضج النشاط، وتحدد الوضعية التنافسية من خلال

العديد من المعايير النوعية، نذكر منها الفعالية في الإنتاج و التوزيع، حصة السوق، ودرجة نضج القطاع فتقاس من خلال دورة حياة المنتج،<sup>1</sup> كما هو موضح في الشكل الموالي:

شكل رقم 11: مصفوفة ADL

		دورة حياة			
		انطلاق	نمو	نضج	تدهور
وضعية المنتج التنافسية	مهيمنة	احتياج توازن	توازن	فائض	فائض
	قوية	احتياج توازن	توازن	فائض	فائض
	مقبولة	احتياج	احتياج	توازن/فائض	توازن
	ضعيفة	احتياج	احتياج	توازن	توازن
	هامشية	احتياج	احتياج	احتياج	احتياج
					احتياج

المصدر: إلياس بن ساسي و يوسف قريشي: التسيير المالي: الجزء الثاني، ط2، دار وائل للنشر، 2011، ص79.

تأخذ المؤسسة الاقتصادية إحدى الوضعيات المبينة في المصفوفة كما يلي:

- **الوضعية مهيمنة:** تشير إلى أن المؤسسة تحقق توازنا ماليا في مرحلة الانطلاق من دورة حياة المنتج (النشاط الاستراتيجي) برغم الاحتياجات المالية الكبيرة (مصاريف البحث والتطوير...)، إضافة إلى تحقيقه في مرحلة النمو، وتشير إلى تحقيق الفائض في مرحلتي النضج والتدهور، بمعنى مردودية جيدة للمنتج أو النشاط الاستراتيجي للمؤسسة.
- **الوضعية قوية:** تبين الوضعية أن المؤسسة تحقق التوازن المالي في مرحلة انطلاق المنتج لكن بدرجة أقل من الوضعية الأولى، وتحقيقه في مرحلة النمو والفائض في مرحلة النضج والتدهور مايفسره المردودية الجيدة للنشاط الاستراتيجي.

<sup>1</sup> بن ساسي إلياس و قريشي يوسف: التسيير المالي الجزء الثاني، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص77-78.

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

- **الوضعية مقبولة:** تشير أن المؤسسة لديها احتياجات مالية أعلى من الإيرادات في مرحلتها انطلاق ونمو المنتج، بمعنى عدم قدرة المؤسسة على الوصول إلى نقطة التعادل، وسرعان ما تحقق التوازن أو الفائض ابتداء من مرحلة النضج، حتى مرحلة تدهور المنتج، بمعنى مردودية متوسطة نسبيا لنشاطها الاستراتيجي (المنتج).
- **الوضعية ضعيفة:** تشير إلى أن المؤسسة تبقى في حالة احتياج في المرحلتين الأولتين لدورة حياة المنتج، في حين تحقق التوازن المالي في مرحلة نضج المنتج و مرحلة التدهور ، وهذا مايفسره ضعف المردودية
- **هامشية:** تشير أن المؤسسة في حالة احتياج مالي أو عجز في المراحل الأولى من دورة حياة المنتج، لكن تحقق التوازن المالي في مرحلة نضج المنتج ومرحلة التدهور ، بمعنى تدفقات مالية مالية خارجة وداخلة ضعيفة، مايفسره ضعف النشاط الاستراتيجي للمؤسسة.

أبرز ما يمكن ملاحظته هو اعتماد صاحب هذا النموذج على الموقع التنافسي للمؤسسة باستخدام معايير نوعية لقياس الموقع التنافسي، ودورة حياة المنتج لتحديد الموضع الاستراتيجي للمؤسسة والحكم على الوضعية المالية، فالمؤسسة التي تحقق التوازن في المراحل الأولى من حياة المنتج تمتلك موقع تنافسي جيد، بمعنى مردودية جيدة لأنشطتها الاستراتيجية، بينما لا تمتلك موقعا استراتيجيا جيدا المؤسسة التي تعجز عن تحقيق التوازن المالي في المراحل الأولى من دورة حياة النشاط، ما يفسره ضعف النشاط والمردودية.

ثانيا: التخطيط الاستراتيجي لخزينة المؤسسة:

يعد التخطيط الاستراتيجي للخزينة من المفاهيم الأساسية في الإدارة الإستراتيجية للخزينة والمؤسسة ككل، حيث يشتمل على إجراءات القيادة العليا للمؤسسة والتي تهدف من خلالها إلى رسم خطط طويلة الأجل، تتماشى والموضع الاستراتيجي لهذه الأخيرة و الطرق المثلى من أجل تعزيز هذا الموضع، بالاعتماد أساسا على الموازنات أوالميزانيات التقديرية.

**1. مفهوم الميزانية التقديرية:**

يعد مفهوم الميزانية التقديرية من المفاهيم الأكثر استعمالا خصوصا في مجال التخطيط الاستراتيجي للخزينة المؤسسة الاقتصادية.

**1.1 تعريف الميزانية التقديرية:** ويرتبط مفهوم الميزانية التقديرية عادة بالتخطيط والرقابة، حيث ذهب بعض

المفكرون إلى تسميتها بالميزانية التخطيطية لأنها تشتمل على خطط مالية مستقبلية تسعى المؤسسة من خلالها

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

إلى تحقيق أهداف استراتيجية، وتعد وسيلة للرقابة من خلال مقارنة ما هو محقق بما هو مخطط له لتحديد الانحرافات وتقومها.<sup>1</sup>

كما تعرف أيضا بأنها "خطة مالية كمية تغطي أوجه النشاط المختلفة للمؤسسة لفترة مالية قادمة، كما تعتبر أداة تستخدم للتعبير الكمي والمالي عن الأهداف التي تسعى إدارة المؤسسة إلى تجسيدها ميدانيا"<sup>2</sup>.

فالميزانية التقديرية هي خطة مالية تسعى المؤسسة الاقتصادية، من خلال إعدادها، إلى تحقيق أهداف استراتيجية، كما تستخدم كوسيلة للرقابة من خلال مقارنة ماتم تحقيقه في الميدان مع ماتم التخطيط له.

**1.2. خصائص الميزانية التقديرية:** تتلخص خصائص الميزانية التقديرية في النقاط التي نذكر منها:

- الميزانية التقديرية عبارة عن خطة مالية مستقبلية معدة من أجل تحقيق جملة من الأهداف.
- إعداد الميزانية التقديرية مبني على جمع كم كبير من المعلومات المتعلقة بأنشطة المؤسسة الاقتصادية ودراستها دراسة معمقة وتحليل جيد،
- الميزانية التقديرية أداة للرقابة على الأنشطة المالية للمؤسسة، وبذلك تحديد الانحرافات السلبية والإيجابية.
- تستخدم الميزانية التقديرية غالبا المعلومات التي يقدمها جدول تدفقات الخزينة، لذلك كل ما كانت المعلومات أوفر كلما كان التحليل دقيق والميزانية أقرب إلى الواقع.

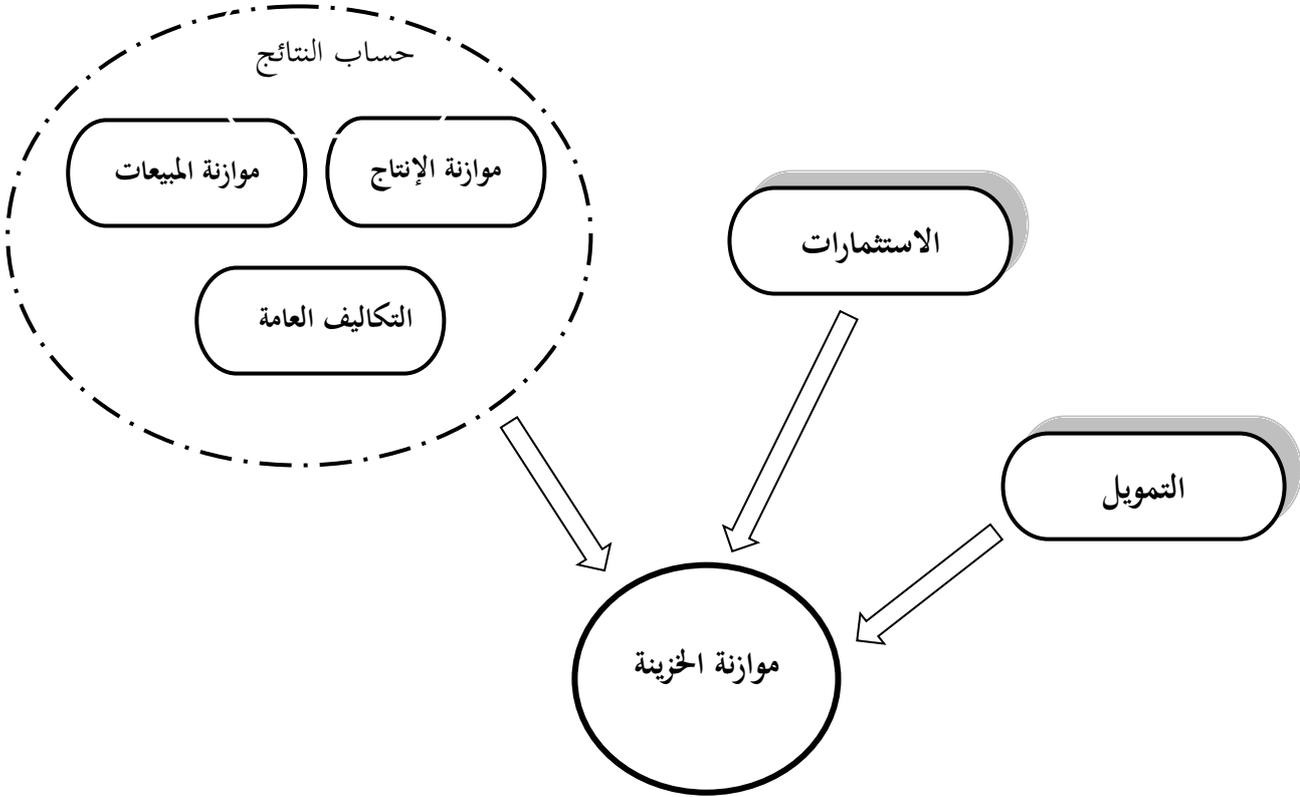
**2. أنواع الميزانية التقديرية:** تشتمل الميزانية التقديرية على عدة أنواع حسب معيار النشاط الاقتصادي

للمؤسسة، موازنة دورة الاستغلال، موازنة دورة التمويل وموازنة دورة الاستثمار، كما هو موضح بالشكل الموالي:

<sup>1</sup>harvard business review- [http:// www.hbrarabic.com](http://www.hbrarabic.com), 7/7/2022 à 21 :20

<sup>2</sup> الدلاهمة سليمان مصطفى: المحاسبة الإدارية، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص 194.

شكل رقم 12: الميزانية التقديرية الشاملة



Source: Caroline Selmer, **Construire et défendre son budget**, Dunod, 03<sup>ème</sup> édition, Paris, 2014, P178.

**1.1 موازنة دورة الاستثمار:** تتضمن إعداد موازنات الأنشطة التي تدخل ضمن دورة الاستثمار، كحيازة التثبيتات العينية والمعنوية والمالية أو التنازل عنها، وكل النشاطات التي تتولد عنها تدفقات مالية أو نقدية والتي تدخل ضمن دورتي الاستغلال والتمويل، وعادة ما تتجاوز السنة المالية إلى عدة سنوات، كما تسمى الميزانية الرأسمالية في بعض المراجع.<sup>1</sup>

**2.1 موازنة دورة التمويل:** تشتمل على موازنات التدفقات النقدية التي الواردة والصادرة عن المؤسسة لتمويل دورتي أنشطة دورة الاستغلال والاستثمار، وهي في مجملها الأنشطة المتعلقة برأس المال الخاص والديون وما يترتب عنها من تكاليف ضف إليها الأرباح المحتجزة والتوزيعات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> ماهر أحمد: التخطيط الاستراتيجي، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2013، ص 427

<sup>2</sup> العلوي عبد الله هاشم المغربي: إعداد الميزانية الشاملة - ، <https://www.logadv.com>, 2020/11/9، الساعة 21:32

### 3.1 موازنة دورة الاستغلال: وتشتمل إعداد الموازنات الفرعية لكل الأنشطة التي تتضمنها دورة الاستغلال

كما يلي:

أ. موازنة الإنتاج: تشمل ميزانية المواد الأولية، تكاليف مباشرة وغير مباشرة، ميزانية المشتريات الأخرى، التكاليف الإدارية،<sup>1</sup> وغالبا ما تستخدم البرمجة الخطية<sup>(\*)</sup> كأداة كمية لإعداد موازنة نشاط الإنتاج لتحقيق مدى كبير من الكفاءة والفعالية.<sup>2</sup> وتحسب بناء على المعلومات المتعلقة بالمبيعات أو موازنة المبيعات، إضافة إلى إمكانات المؤسسة من موارد في شكل قيود لدالة تعظيم جودة أو وفرة الإنتاج أو دالة تدنية تكاليفه.

ب. موازنة المبيعات: بالنظر لأهمية رقم الأعمال المحقق خلال دورة مالية في تكوين الرصيد النهائي لخزينة المؤسسة الاقتصادية، فإن إعداد الميزانية التقديرية لرقم الأعمال بقدر الأهمية ذاتها، وتحسب بناء على بيانات الدورات السابقة المجمعة واستخدامها كمعلومات تاريخية لإيجاد خط الاتجاه العام، إذ تستطيع أي مؤسسة أن تعد الميزانية التقديرية لرقم الأعمال بإتباع أحد النموذجين:

➤ **النموذج الكيفي:** يستخدم النموذج الكيفي عادة من قبل المؤسسات التي لا تملك معلومات تاريخية عن كمية المبيعات مثل المؤسسات التي لازالت في بداية نشاطها، أو المؤسسات التي أطلقت منتج جديد، ويتضمن هذا النموذج عدة طرق أبرزها:<sup>3</sup>

✓ **دراسة المؤشرات الاقتصادية:** تقوم على تحليل المؤشرات الاقتصادية العامة والسياسة العامة للدولة ومعرفة مدى تأثيرها على مبيعات المؤسسة المدى القصير، المتوسط والطويل؛

✓ **اللجنة الاستشارية:** تستخدم هذه اللجنة التقديرات الفردية للخبراء، حيث يجتمعون لمناقشة تلك التقديرات، حيث توضع تحت تصرفهم كل البيانات التي يحتاجونها، ليتفقوا بعدها على تقديرات معينة؛

✓ **طريقة دلفي:** تتم من خلال إرسال استقصاءات وأسئلة إلى مجموعة من الخبراء للإجابة عنها دون ذكر أسمائهم، والتوصل من خلالها إلى الاتفاق فيما يتعلق بالتقديرات؛<sup>4</sup>

<sup>1</sup> جوزيف جبرائيل كحالة و حنان رضوان حلوة: المحاسبة الإدارية، دار الناظفة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 47.

<sup>(\*)</sup> إحدى طرق بحوث العمليات التي تستعمل في التحسين واتخاذ القرار الأمثل (الإنتاج، الشراء...)

<sup>2</sup> Alaeard Claude et Separi Sabine : **control de gestion**, Dunod, Paris, 2013, P267 .

<sup>3</sup> فركوس محمد: الموازنات التقديرية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2001، ص 23

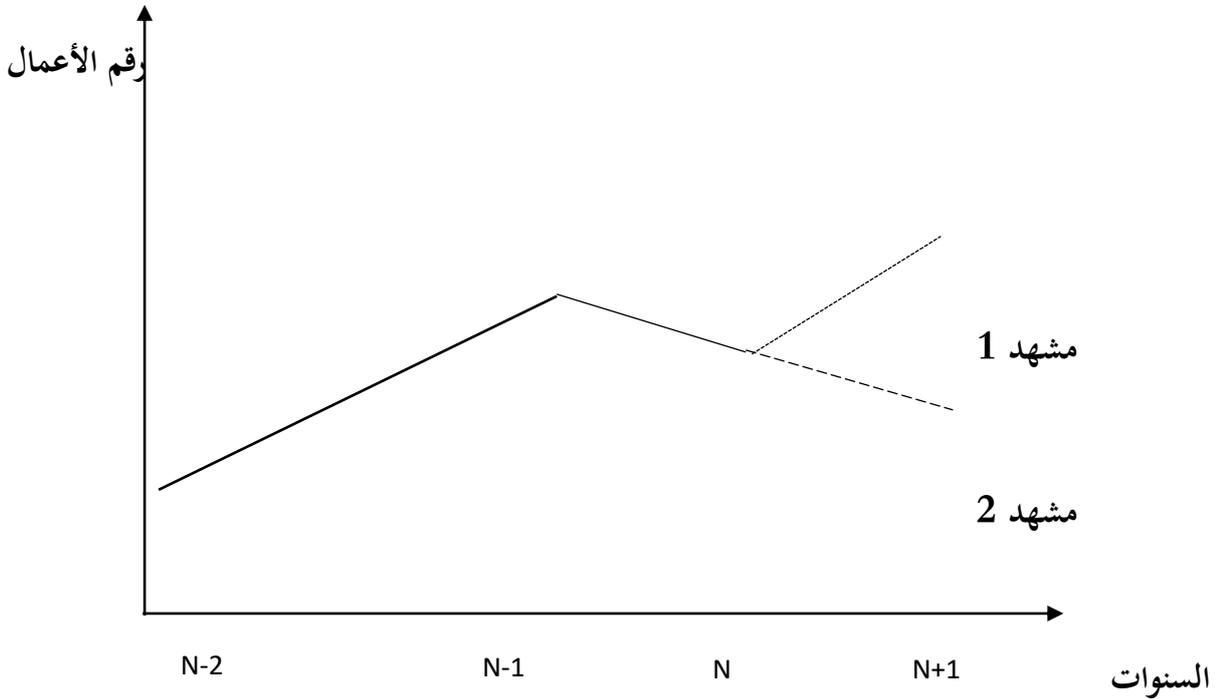
<sup>4</sup> الكرخي مجيد: التنبؤ الاستراتيجي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص 117

✓ **دراسة السوق (الاستقصاء):** تقوم هذه الطريقة على دراسة سلوك المستهلك من ميولاته ودوافعه للشراء، إضافة إلى دراسة جودة والميزة التنافسية للمنتج مع تحديد منتجات التي تؤدي نفس المنفعة (البديلة).<sup>1</sup>

✚ **النموذج الكمي:** يستخدم في هذا النموذج الطرق الرياضية الكمية، أبرزها دالة الاتجاه العام، التي تعطي نتائج أكثر دقة، خاصة بتوفر معلومات تاريخية عن المبيعات والطلب عليها، ويستبعد هذا النموذج تأثير التغيرات الاقتصادية التي تحدث بشكل مفاجئ في المدى المتوسط، ويتضمن النموذج:

✓ **تحليل السلاسل الزمنية:** يأخذ بعين الاعتبار المبيعات السابقة أو رقم الأعمال للسنوات السابقة (لستين على الأقل)، كمعلومات تاريخية ويجدد من خلالها التغير الحاصل واتجاهه،<sup>2</sup> كما هو مبين في الشكل الموالي:

شكل رقم 13: نموذج تحليل السلاسل الزمنية



**Source:** Caroline Selmer, **Construire et défendre son budget**, Dunod, 03<sup>ème</sup> édition, Paris, 2014, P92.

<sup>1</sup> Selmer Caroline : **Construire et défendre son budget**, Dunod, Paris, 2014, P23

<sup>2</sup> Selmer Caroline: **Idem**, P92

تسجل عدة مشاهد ممكنة للسنة ن+1، حيث يمكن أن ترتفع بنفس الوتيرة أو بوتيرة أسرع أو تنخفض بنفس الوتيرة أو أسرع، وللحصول على معلومات أكثر دقة عن رقم الأعمال للسنة ن+1 يجب توفر معلومات مكملة، حيث يحدد الاتجاه العام بمعادلة خط المستقيم من الشكل:  $y=ax+b$ ، وتستخدم غالبا طريقة المربعات الصغرى لتحديد معالم هذه المعادلة، وهي معادلة الخط الذي يشمل النقاط التي تكون عندها مربعات الانحرافات أقل ما يمكن، حيث يحسب المجهولان a و b من خلال العلاقتين:<sup>1</sup>

$$b = \bar{y} - a\bar{x} \text{ و } a = \frac{\sum xy - n\bar{x}\bar{y}}{\sum x^2 - n\bar{x}^2}$$

مع العلم أن X: تمثل الفترات، و Y: تمثل رقم الأعمال.

- **معامل الارتباط r:** يشير إلى طبيعة الارتباط بين المتغير المستقل (الزمن) والمتغير التابع (رقم الأعمال)، ويحسب من خلال العلاقة:<sup>2</sup>

$$r = \frac{\sum xy - n\bar{x}\bar{y}}{\sqrt{\sum x^2 - n\bar{x}^2} \sqrt{\sum y^2 - n\bar{y}^2}}$$

أما  $r^2$ ، فيمثل معامل التحديد الذي يقيس قوة الارتباط بين المتغيرين المذكورين أعلاه، لذلك يفضل استعمال كل من المعاملين معا لمعرفة طبيعة وقوة الارتباط، فالقيم الموجبة لمعامل الارتباط والقيم القريبة من الواحد لمعامل التحديد تبين أن الارتباط موجب وقوي بين المتغيرين.

وكما سبق ذكره فإن معادلة خط الاتجاه العام فهي من الشكل:  $y=ax+b$ ، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى يتم إيجاد المجهولين a و b بنفس الطريقة السابقة.

✓ **السلاسل الزمنية الموسمية:** يستخدم هذا النموذج في حالة وجود تغيرات موسمية لها تأثير واضح في

كمية المبيعات، ويتم تحديد الاتجاه العام لمعامل رقم الأعمال للفترة  $t$  من خلال تحديد الاتجاه العام لكل فصل  $W_t$

وضربه في معامل الفصل  $C_t$ ، وبنفس الطريقة السابقة يمكن التنبؤ بالمبيعات المستقبلية مع العلم أن:<sup>3</sup>

$$y_t = W_t \times C_t$$

<sup>1</sup> Doriath Brigitte et Goujet Cristian: *Gestion prévisionnelle et mesure de la performance*, Dunod, Paris, 2009, P9

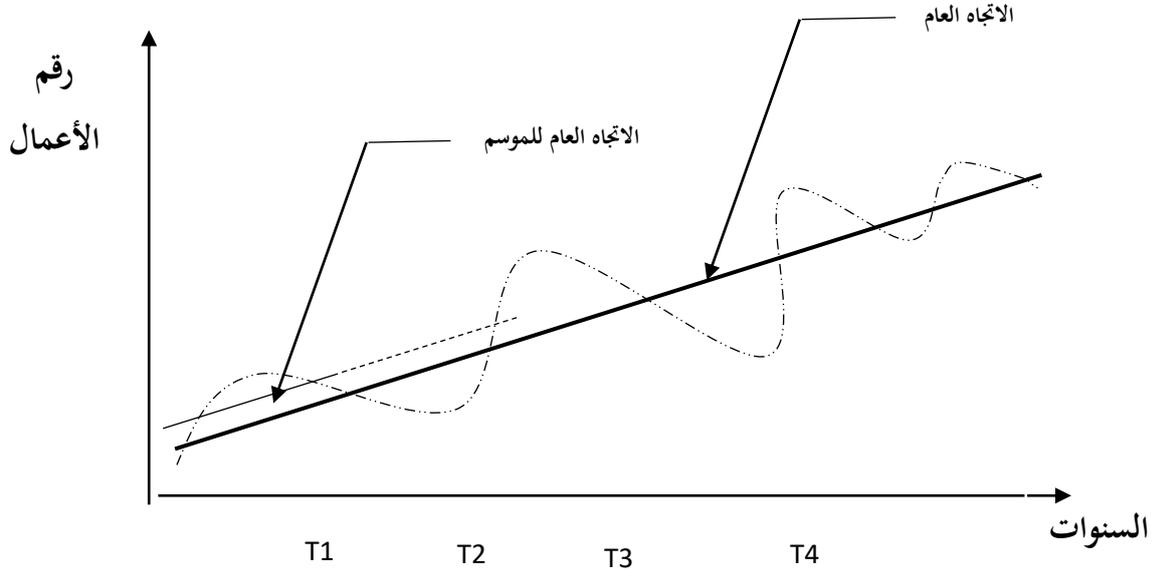
<sup>2</sup> Godard C.E et Godard. S: *Le petit contrôle de gestion*, Dunod, Paris, 2015, P27

<sup>3</sup> Doriath .B & Goujet. C: Idem, P17

حيث يساوي متوسط معاملات الموسم الواحد.

فمعادلة خط الاتجاه العام للفصل تكون من الشكل:  $w_t = ax + b$

شكل رقم 14: يمثل السلاسل الزمنية الموسمية



المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى المفاهيم السابقة

الاتجاه العام لرقم الأعمال الكلي ممثل بالمستقيم الذي يشمل أكبر عدد ممكن من متوسطات رقم الأعمال لكل موسم، الذي يمكن تحديده بنفس الطريقة السالفة الذكر.

للإشارة، أدخلت بعض المؤسسات الاقتصادية طرق جديدة أساسها الدوال الأسية أو اللوغاريتمية لتحديد الاتجاه العام لرقم الأعمال، وبعض الأساليب التي أدخلت حديثا تقوم على افتراض التغير العشوائي لرقم الأعمال في السلسلة الزمنية والتي تضم:<sup>1</sup>

- العمليات العشوائية الثابتة Les processus aléatoires stationnaires و

- العمليات العشوائية غير الثابتة Les processus aléatoires non stationnaires.

حيث تستعمل الطرق الرياضية والإحصائية في التنبؤ برقم الأعمال للسنوات المقبلة مثل الارتباط الذاتي **l'autocorrélation**.

<sup>1</sup>Régis Bourbonnais et Michel Terraza, *Analyse des séries temporelles*, Dunod, 03<sup>ème</sup> édition, Paris, 2010, P83.

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

4.2. الميزانية التقديرية للخزينة: عادة ما يتم إعداد موازنة الخزينة بعد التفرغ من إعداد الميزانيات التقديرية لأنشطة الدورات الثلاث للمؤسسة.

أ. تعريف الميزانية التقديرية للخزينة: تعرف بأنها "الإجراءات العملية التي يتم من خلالها تخطيط التدفقات المالية الخارجة، والتنبؤ بالتدفقات المالية الداخلة للمؤسسة".<sup>1</sup>

وتعرف أيضا على أنها توقع مبني على أسس علمية سليمة لكمية ومواعيد المقبوضات والمدفوعات المتوقعة للمؤسسة الاقتصادية خلال فترة زمنية معينة،<sup>2</sup>

فالميزانية التقديرية للخزينة هي تلك الإجراءات المبنية على أسس علمية لتخطيط التدفقات المالية من وإلى خزينة المؤسسة الاقتصادية من خلال كمية ومواعيد التسديدات والتحصيلات المتوقعة، حيث عادة ما يتم إعداد الميزانية التقديرية للخزينة بتجميع الميزانيات الفرعية لكل نشاط في شكل تدفقات نقدية داخلية وخارجية.

ب. إعداد الميزانية التقديرية للخزينة: يبدأ إعداد الميزانية التقديرية للخزينة بتجميع التدفقات النقدية الداخلة لكل فترة (شهر مثلا) من كل دورة في شكل مقبوضات، والتدفقات النقدية الصادرة لكل فترة من كل دورة، كما يوضع تحت التصرف رصيد الخزينة في أول المدة ويحسب من خلاله رصيد آخر المدة كما في الجدول:<sup>3</sup>

جدول رقم 08: الميزانية التقديرية للخزينة

البيان	شهر 01	شهر 02	شهر 03	شهر 04	شهر 05	شهر 06
الرصيد النقدي لأول المدة (أ)						
المقبوضات (ب)						
المدفوعات (ج)						
الرصيد النقدي لآخر المدة (د)						
(د) = (أ) + (ب) - (ج)						

المصدر: خالص صافي صالح: تقنيات تسيير ميزانيات المؤسسة الاقتصادية المستقلة، ط3، ديوان

المطبوعات الجامعية، بن عكنون، 2006، ص 135.

<sup>1</sup> Thibierge Christophe: *Comprendre toute la finance*, Vuibert, Paris, 2012, P220

<sup>2</sup> عزالدين عبد الرؤوف و قروش عيسى: الموازنة التقديرية كأداة للتسيير الأمثل لخزينة المؤسسة الاقتصادية-دراسة حالي المؤسسة ALGALAL المسيلة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، 2021، ص ص 275-292

<sup>3</sup> خالص صافي صالح: تقنيات تسيير ميزانيات المؤسسة الاقتصادية المستقلة، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، 2006، ص 123.

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

يبين الجدول كيفية إعداد ميزانية الخزينة التي تتكون من رصيد أول المدة، المقبوضات، المدفوعات ورصيد آخر

المدة كمايلي:<sup>1</sup>

- **رصيد أول المدة:** الذي يعبر عن كمية النقود التي تتوفر عليها الخزينة في بداية الدورة.
- **المقبوضات:** تتضمن مجموع التدفقات النقدية التي حصلتها المؤسسة من أنشطتها وتشمل:
  - ✓ المبيعات نقداً أو آجلة؛
  - ✓ إيرادات الفوائد المالية؛
  - ✓ إيرادات الإيجارات؛
  - ✓ أرباح الأسهم في المؤسسات الأخرى؛
  - ✓ أرباح الأصول غير الجارية؛
  - ✓ المساهمات الجديدة نتيجة لرفع رأس مال المؤسسة.
- **المدفوعات:** تتمثل في مجموع التدفقات النقدية التي دفعتها المؤسسة خلال دورة واحدة، وتضم:
  - ✓ المشتريات سواء للأصول الجارية أو غير الجارية؛
  - ✓ ديون الخدمات المستحقة؛
  - ✓ الأجور والرواتب المستحقة؛
  - ✓ الإيجار والتأمين؛
  - ✓ مستحقات الصيانة والإصلاحات؛
  - ✓ أقساط القروض المختلفة وفوائدها؛
  - ✓ الضرائب والرسوم؛
  - ✓ مصاريف النقل؛
  - ✓ مصاريف الإشهار؛
  - ✓ مختلف المصاريف التي حان موعد استحقاقها.
- **رصيد آخر المدة:** وهو كمية النقود التي تتوفر عليها الخزينة في نهاية المدة، ويحسب كمايلي:

<sup>1</sup> عزالدين عبد الرؤوف و قروش عيسى: مرجع سبق ذكره

رصيد آخر المدة = رصيد أول المدة + مجموع المقبوضات - مجموع المدفوعات

يعتبر إعداد الميزانية التقديرية للخزينة خطوة مهمة قبل اتخاذ أي قرار، حيث تلعب دورا مهما في التخطيط الاستراتيجي الذي يساهم في اتخاذ القرارات الأنسب للمؤسسة. والملاحظ أن تسيير الخزينة لسنوات عدة مضت كان يقتصر على معابنتها ومعرفة مستوياتها، إلا أنه تطوّر بشكل ملحوظ لتصبح هذه الأخيرة مركزا للتحليل، التخطيط الاستراتيجي واتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية.

### المطلب الثالث اتخاذ القرارات المالية:

تتطلب سيورة الأنشطة في المؤسسة الاقتصادية جملة من القرارات المتعلقة بالشراء، البيع، التفاوض ... وهي قرارات مالية في مجملها،

### أولا صناعة القرارات المالية

1. مفهوم القرار المالي: يتعلق القرار عموما بعملية المفاضلة بين عدة بدائل متاحة،

1.1 تعريف القرار المالي: عُرِفَ القرار على أنه عملية اختيار بديل من البدائل المطروحة الممكنة من أجل الوصول إلى هدف، حل مشكلة أو استغلال فرصة.<sup>1</sup> أما القرار المالي فقد عرف :

- على أنه جملة القرارات التي يتم بموجبها تجميع أكبر رصيد نقدي ممكن مع تحقيق أكبر عائد ممكن،<sup>2</sup>
- أو على أنه كل قرار تتم من خلاله الموازنة بين الحصول على رؤوس أموال وامتلاك أصول، والهدف منه عموما تمويل الاستثمارات مع تحقيق أعلى عائد وبذلك تعظيم قيمة المؤسسة، حيث تتضمن قرارات التمويل، الاستثمار وتوزيع الأرباح.<sup>3</sup>

وعليه، فالقرار المالي هو قرار يسعى المدير المالي من خلاله للحصول على أموال وتوظيفها في شكل استثمارات أو شراء أصول أخرى من أجل التوسع، لتحقيق من خلاله المؤسسة أكبر عائد ممكن يترتب عليه توزيع الأرباح أو زيادة ثروة الملاك، ويتضمن القرار المالي قرار تمويل دورة الاستغلال والاستثمار أي اقتناء أو التنازل عن أصول وقرار توزيع الأرباح ، إضافة إلى قرار تسيير عناصر الاستغلال.

<sup>1</sup> بوطية عومارو عمريو زهير: اثر استخدام نظم المعلومات على اتخاذ القرار بمعاهد علوم وتقنيات النشاطات البدنية والرياضية -دراسة حالة جامعة أم ليوافي، مجلة التحدي، 2022، ص ص 25-45

<sup>2</sup> مزغيش إيمان: دور أساليب التحليل الكمية في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسات الرياضية، مجلة تقنيات النشاط البدني والرياضي، 2013، ص ص 65-72

<sup>3</sup> بروية إهام: أهمية نظام المعلومات المحوسب فب اتخاذ القرارات المالية في منظمات الأعمال، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، 2020، ص ص 370-380

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

**2.1 خصائص القرار المالي:** من التعاريف السابقة نميز القرار المالي بمايلي:

- القرار المالي هو قرار حاسم ومصيري في حياة المؤسسة الاقتصادية، إذ قد يترتب عنه ازدهار في النشاط وتحقيق عوائد أكبر وبذلك تحقيق الأهداف المسطرة، كما قد ينجر عنه خسائر تؤدي إلى زوال المؤسسة.
- البعد الاستراتيجي للقرار المالي، فجل القرارات المالية تهدف المؤسسة من خلالها إلى تحقيق أهداف استراتيجية مثل النمو والتوسع، تعظيم قيمة الملاك، تعزيز تنافسية المؤسسة...
- القرار المالي مرتبط بمدى وعي المؤسسة بنقاط قوتها وضعفها والفرص والتهديدات المحيطة بها لذلك فهي أمام حتمية دراسة وتحليل بيئتها الداخلية والخارجية قبل اتخاذ أي قرار مالي، يتناسب مع الوضعية المالية والتنافسية للمؤسسة.

**2. أهمية القرارات المالية:** تبرز أهمية القرارات المالية في عدة نقاط نذكر منها:

- تعظيم قيمة المؤسسة مرتبط بالقرارات المالية المناسبة التي تقتضي تحقيق عوائد أكبر وبذلك تحسين صورة المؤسسة وتعزيز قدرتها التنافسية.
- تحقيق أهداف المؤسسة والملاك والعاملين يتعلق أساسا باتخاذ القرارات المالية الملائمة للوضعية المالية للمؤسسة ككل،
- اتخاذ قرارات مالية مناسبة يترتب عنه زيادة تنافسية المؤسسة ككل، تطوير وتنويع المنتجات بما يتناسب ورغبات الزبائن وبذلك تحقيق منافع أكبر للأفراد والمجتمعات.
- تساهم القرارات المالية في زيادة كفاءة المورد البشري من خلال جملة الحوافز المادية، والمعنوية ومنه زيادة الكفاءة الإنتاجية والارتقاء إلى مكانة تنافسية معتبرة في السوق.

**3. تصنيف القرار المالي:** تصنف القرارات المالية حسب عدة معايير إلى:

**1.3 حسب المدى الزمني:** يتضمن المعيار الزمني:

- أ. **قرارات قصيرة المدى** هي القرارات التي لا يفوق مدى تأثيرها دورة مالية واحدة أي سنة، مثل قرارات تخفيض سعر البيع، زيادة حجم المشتريات من المواد الأولية....
- ب. **قرارات متوسطة المدى:** هي القرارات التي لا يتجاوز مداها الخمسة سنوات ولا يقل عن السنة، مثل قرار طرح أسهم أو اقتناء أصول مالية أخرى، بمعنى التداول قصد الحصول على عوائد في المدى المتوسط.

## واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

ت. قرارات طويلة المدى: تشمل القرارات التي يتجاوز مدى تأثيرها الخمسة سنوات، عادة ما ترتبط بالاستثمار طويل المدى، وهي قرارات تتعلق بإستراتيجية المؤسسة، مثل اقتناء أصول مادية كالأراضي والمعدات الموجهة للاستثمار والتوسع، قرارات الاستحواذ والاندماج وغيرها...

### 2.3. حسب جهة الإصدار في المؤسسة: وهي:

أ. قرارات تشغيلية: القرارات المالية التي تصدر عن المستوى الإداري التشغيلي مثل القرارات اليومية الروتينية ككمية المشتريات والمبيعات، فترات التسديد والتحصيل....

ب. قرارات تنفيذية: القرارات المالية الصادرة عن المستوى الإداري التنفيذي أو التكتيكي معظمها قرارات مصدرها رؤساء الأقسام في المؤسسة الاقتصادية.

ت. قرارات استراتيجية: القرارات المالية التي مصدرها المستوى الإداري الاستراتيجي أو العلوي مثل قرار الاستحواذ على شركة ما أو جزء من شركة، قرارات التكامل نحو الخلف أو الأمام، بمعنى إضافة خط انتاجي أو عدة خطوط من أجل خفض تكاليف المنتج الرئيسي للمؤسسة، ...

### 3.3. حسب النشاط الاقتصادي للمؤسسة: تصنف إلى:

أ. قرار الاستغلال: يشتمل على جميع القرارات المتعلقة بدورة الاستغلال في المؤسسة والتي يتم من خلالها ضمان سيرورة الدورة، مثل قرارات مدة تحصيل وتسديد الديون، القروض القصيرة...

ب. قرار الاستثمار: قرار تتخذه الإدارة المالية يتم بموجبه تخصيص رؤوس أموال للاستثمار خلال فترة زمنية معينة بهدف تحقيق عوائد<sup>1</sup>، مثل اقتناء أصول جديدة من أجل التوسع...

ت. قرار التمويل: مجمل القرارات المتعلقة بتوفير الأموال لتمويل دورتي الاستغلال والاستثمار، ويتعلق الأمر باختيار المزيج التمويلي الملائم للمؤسسة والمراجعة بين المصادر الداخلية والخارجية لرؤوس الأموال بعد دراسة تكلفة كل مصدر، وعادة ما تستعمل قاعدة التوازن الأدنى، أي مصادر طويلة لتمويل استخدامات طويلة والعكس صحيح.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبدلي بيمينة و درحون هلال: أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرار الاستثماري في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، 2020، ص ص 97-109

<sup>2</sup> بن سنة ناصر و قاشي يوسف: دراسة قياسية لأثر محددات قرار التمويل على الأداء المالي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية باستخدام بيانات البنائ للفترة 2010-2019، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، 2021، ص ص 247-264

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

4. مراحل اتخاذ القرار المالي ومعوقاته : تصادف عملية صناعة القرار لمالي العديد من المعوقات أثناء مراحل اتخاذه في المؤسسة الاقتصادية،

1.4.1. مراحل اتخاذ القرار المالي في المؤسسة الاقتصادية: أهم مراحل عملية صناعة القرار المالي بعدة هي:

أ. تحديد المشكلة: في هذا الطور يتم عادة إسناد المهمة إلى مجموعة من الخبراء حسب نوع المشكلة من أجل جمع أكبر قدر ممكن من المعلومات عن المشكلة الحالية التي تواجهها المؤسسة أو المتوقع حدوثها في المستقبل ودراستها بشكل دقيق، إذ يجب أن تظهر بعض العوارض مثل تغير في الوضعية المالية، تغير في الحصة السوقية، انحراف عن الأداء المالي المعهود، حتى يعتبرها الخبراء مشكلة ومن ثم يتم تحديدها وتحليلها<sup>1</sup>.

ب. تحديد البدائل الممكنة: بعد تحديد المشكلة يمر متخذ القرار إلى مرحلة عرض ودراسة الحلول والبدائل المتاحة مع تقييدها بعامل الوقت والتكلفة، حيث يتم تحييد البدائل ذات التكاليف العالية التي تفوق قدرة المؤسسة، أو التي تتطلب مدة زمنية كبيرة، ودراسة البدائل الأقل تكلفة في ظل قيود المؤسسة<sup>2</sup>.

ت. تقييم واختيار البديل الأنسب: بعد دراسة وتحليل البدائل المقترحة يتم اختيار البديل الذي يعتبره الخبراء ملائماً لحل المشكلة المطروحة أو لتفادي المشكلة المتوقع حدوثها، استناداً لعدة اعتبارات منها حل المشكلة أو تفادي حدوثها، إضافة إلى تماشي البديل مع الاستراتيجية المالية للمؤسسة وعدم احداث طفرات في السياسات والأهداف المسطرة<sup>3</sup>.

ث. تنفيذ القرار المالي ومتابعته: يعتبر تنفيذ القرار أهم مراحل صناعة القرار لأنه وإضافة إلى جهود صانع القرار، يتطلب جهود العاملين في المؤسسة من مدراء تنفيذيين ومرؤوسيهم الذين يؤثرون إلى حد بعيد في نجاح القرار من عدمه، ولا يتوقف دور صناع القرار المالي عند هذا فقط بل يتعداه إلى متابعة تنفيذ القرار ومراقبة النتائج وذلك من خلال مقارنتها مع الأهداف المسطرة للوقوف على الانحرافات وتحديد مسبباتها، ويتوقف نجاح القرار المالي على مدى فهم الآخرين واستيعابهم، إضافة إلى استعدادهم ورغبتهم في التنفيذ، كما يتطلب أيضاً متابعة مستمرة لتحسين وفسح المجال للتحسين المستمر للنتائج المحققة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> بلحاج فتيحة: الأسس النظرية والعملية في اتخاذ القرار، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، 2016، ص 269-284

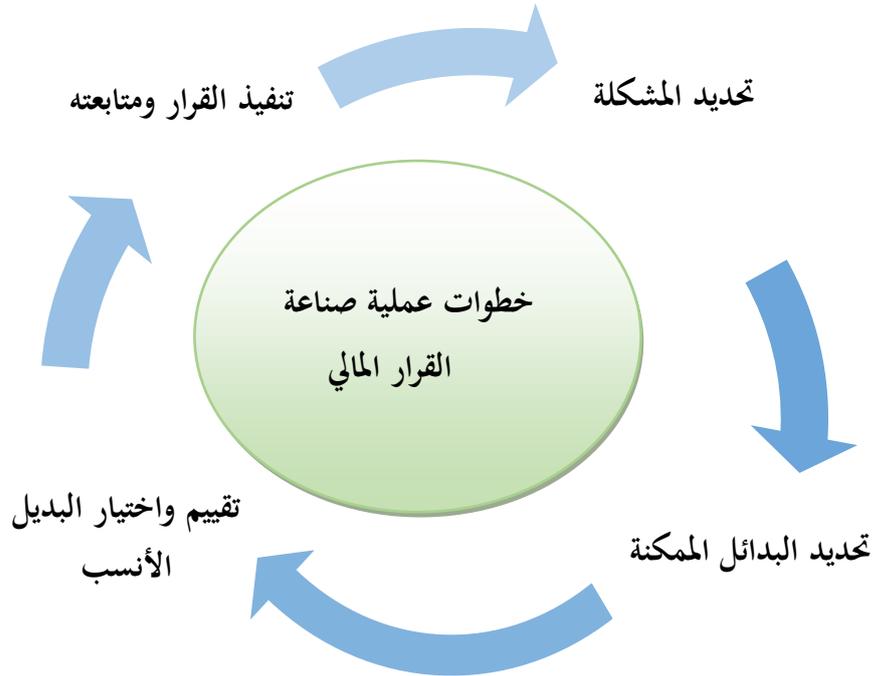
<sup>2</sup> غالم كمال و آخرون: دور بطاقة الأداء المتوازن في اتخاذ القرارات المالية وترشيدها في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية- دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية مسيلة، Journal of Contemporary Business and Economic Studies، 2022، ص 446

<sup>3</sup> سباع بلال و عمر عبدة سامية: دراسة قياسية لأثر محددات قرار التمويل على الأداء المالي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة باستخدام بيانات البانل للفترة (2010-2019)، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، 2022، ص 263-274

<sup>4</sup> إبراهيم أحمد محمد البشير: اساليب المحاسبة الإدارية الحديثة ودورها في اتخاذ القرارات الإدارية، مجلة الباحث للعلوم الرياضية والاجتماعية، 2022، ص 252-278

نلاحظ أن عملية صناعة القرار المالي مرتبطة بالدرجة الأولى بمدى جودة أصحاب القرار وبدرجة أقل العمال الآخرين، إضافة إلى جودة المعلومات المتاحة التي يوفرها الخبراء والتي تفسح المجال لوصف المشكلة ودراستها بدقة ومن ثم اتخاذ القرار السليم أو الأنسب. وفيما يلي مخطط توضيحي لخطوات عملية صناعة القرار المالي:

الشكل رقم: 15 يمثل خطوات صناعة القرار المالي في المؤسسة الاقتصادية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المفاهيم النظرية

#### 2.4. معوقات صناعة القرار المالي: <sup>1</sup> تعترض آلية صنع القرار المالي جملة من المشاكل المتنوعة نذكر منها:

- صعوبة إدراك المشكلة وعدم القدرة على تحديد أسبابها؛
- قصور في عمليات تحديد البدائل، بسبب عدم كفاءة المورد البشري المكلف بذلك،
- صعوبة في المفاضلة بين البدائل إن وجدت بسبب ضيق الوقت،
- ندرة المعلومات بسبب قلة أدوات جمع البيانات ودراستها أو انعدامها.

<sup>1</sup> بن بيمين خيرة و يعقوب محمد: قوى البيئة التنافسية (قوة المستهلك) وتأثيرها على القرار الاستراتيجي للمؤسسة - دراسة مقارنة مؤسسة عامة مع مؤسسة خاصة، مجلة دراسات إقتصادية، 2013، ص ص 137-156

## واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

### ثانياً القرار المالي الاستراتيجي:

عندما يتعلق الأمر باتخاذ قرار مالي من قبل الإدارة العليا في المؤسسة الاقتصادية، يخصص أهداف طويلة المدى، يحمل هذا القرار صفة الإستراتيجية،

**1. ماهية القرار المالي الاستراتيجي:** يعد القرار المالي إستراتيجياً كل قرار مالي تهدف المؤسسة من خلاله إلى تحقيق غايات طويلة المدى،

أ. المفهوم: يعرف القرار المالي الاستراتيجي كما يلي:

يعرف على أنه جملة القرارات الجوهرية في المؤسسة الاقتصادية والتي تمس الوظائف الرئيسية ورسالة المؤسسة، تتصف بكونها طويلة المدى وتصدر عن الإدارة العليا حيث تتم من خلالها استغلال الفرص المتاحة وتجنب التهديدات.<sup>1</sup>

يعرف كذلك على أنه قرار يصدر عن المستوى الإداري الاستراتيجي، ويتعلق بمستقبل المؤسسة وبيئتها، والذي يتضمن دراسة المسائل المهمة والمعقدة ذات المدى البعيد في المؤسسة الاقتصادية.<sup>2</sup> وإضافة إلى ما سبق ذكره من مفاهيم عن القرار المالي والقرار الاستراتيجي، ودمج هذه المفاهيم يمكن تعريف القرار المالي الاستراتيجي على أنه جملة من القرارات الطويلة المدى والتي تتعلق أساساً بالوضع المالي للمؤسسة والموضع الاستراتيجي لها وتصدر عادة عن الإدارة الاستراتيجية بهدف تحديد الفرص واستغلالها، ومعرفة التهديدات وتجنبها.

وأبرز ما يمكن ملاحظته هو أن القرار المالي الاستراتيجي يبنى أساساً على جملة من المعلومات المتعلقة بالبيئة الداخلية للمؤسسة من أجل تحديد نقاط القوة والضعف لديها، والمعلومات المتعلقة بالبيئة الخارجية من أجل تحديد الفرص والتهديدات المحيطة بها.

ب. الخصائص: يمكن تمييز القرار المالي الاستراتيجي عن باقي القرارات من خلال:

■ القرار المالي الاستراتيجي قرار يخص الوضعية المالية للمؤسسة أو أداءها المالي وموضعها الاستراتيجي.

<sup>1</sup> مثنى سعد ياسين وآخرون: مراحل نجاح القرارات الاستراتيجية وسبل زيادة فاعليتها في ديوان محافظة صلاح الدين- دراسة تحليلية لآراء عينة من المختصين في المجال الاستراتيجي، Journal of Contemporary Business and Economic Studies، 2022، ص ص 564-550

<sup>2</sup> بن خليفة، أحمد: فاعلية البقعة الاستراتيجية في صناعة القرار الاستراتيجي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، 2016، ص ص 45-59

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

- تسعى المؤسسة إلى تحقيق أهدافا طويلة المدى من خلال القرار المالي الاستراتيجي، فهو بذلك قرار بأبعاد إستراتيجية؛
- القرار المالي الاستراتيجي يتخذ بناء على وعي أصحاب القرار بنقاط القوة والضعف لدى المؤسسة والفرص والتحديات المحيطة بها؛
- القرار المالي الاستراتيجي عادة ما يتعلق بالمسائل المالية المهمة التي نادرا ما تحدث مثل قرار التوسع أو الانكماش وغيرها؛
- يصدر القرار المالي الاستراتيجي على مستوى الإدارة العليا في المؤسسة الاقتصادية.

2. أهمية القرار المالي الاستراتيجي: تتجلى أهمية القرار المالي الاستراتيجي في عدة أوجه نذكر منها:

- المؤسسة الاقتصادية التي لا تملك قرارات مالية استراتيجية لا تنمو ولا تتطور وبذلك فهي مهددة أكثر من منافسيها بالخروج من السوق؛
- صناعة القرارات المالية الاستراتيجية تبين بأن المؤسسة الاقتصادية على دراية ببيئتها الداخلية أي إمكاناتها من الموارد المختلفة، وبيئتها الخارجية أي الفرص والتحديات، فقبل اتخاذ أي قرار مالي استراتيجي يجب دراسة وتحليل الوضعية المالية والموضع الاستراتيجي للمؤسسة؛
- القرار المالي الاستراتيجي يساهم في بناء الإستراتيجية المالية للمؤسسة، وهو مؤشر إيجابي عن أدائها المالي.
- القرارات المالية الإستراتيجية تساهم في رفع قيمة المؤسسة في السوق من خلال رفع القيمة السوقية للسهم وبذلك تعظيم قيمة الملاك وقد يساهم ذلك أيضا في نجاح عمليات الطرح والاكتتاب ورفع رأس المال.

3. أنواع القرارات المالية الإستراتيجية: قسمنا القرارات المالية الإستراتيجية إلى:

- 1.3 قرار الاستثمار الاستراتيجي: يعرف قرار الاستثمار بأنه اختيار البديل الاستثماري من بين عدة بدائل استثمارية متاحة، والذي يعتقد بأنه سيحقق أكبر عائد على المساهمة،<sup>1</sup> أما قرار الاستثمار الاستراتيجي هو القرار الذي يتم بموجبه اختيار البديل الذي تحقق المؤسسة من خلاله توافقا بين الأهداف الإستراتيجية وبين عائد مريح على الاستثمار، إضافة إلى الاستدامة؛

<sup>1</sup> عباس علي محمود و علي حمد نجيل المعموري: بعد المحاسبة المالية الإستراتيجية وانعكاساتها على القرارات الاستثمارية - دراسة تطبيقية على شركة بغداد للمشروبات الغازية، مجلة دراسات ومحاسبة ومالية، عدد خاص بالمؤتمرات الطلابي الأول، جامعة بغداد، 2006، ص 1-39

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

**2.3. قرارا التمويل الاستراتيجي:** يعرف قرار التمويل عادة بأنه مجمل الإجراءات التي تتخذ من أجل إمداد المؤسسة الاقتصادية بالأموال اللازمة بهدف تغطية احتياجاتها المالية أثناء ممارستها لنشاط الاستغلال والاستثمار،<sup>1</sup> أما قرار التمويل الاستراتيجي فهو مفهوم مرتبط بإدارة الموارد المالية وتوجيهها في إطار الاستراتيجية العامة للمؤسسة، أي قرار التمويل الذي تتخذه، عادة، الإدارة العليا من أجل تحقيق الأهداف على المدى الطويل.

**3.3. قرار توزيع الأرباح** هو القرار الذي يتخذه مجلس إدارة الشركة بشأن كيفية توزيع الأرباح الناتجة عن أداء الشركة على مساهميها. فهو بذلك يعبر عن النسب التي سيتم توزيعها من الأرباح إلى المساهمين، وشكلها سواء كانت أرباحا نقدية أو أسهم ممنوحة<sup>2</sup>، أما المفهوم الاستراتيجي لقرار توزيع الأرباح يركز على كيفية خلق التوازن بين أهداف الشركة، احتياجات المساهمين والإستراتيجية المستقبلية للشركة.

**4.3. قرار تسيير عناصر الاحتياج في رأس المال العامل:** هو القرار الذي يتم من خلاله توفير السيولة اللازمة وفي الوقت المناسب من أجل ضمان سيرورة نشاط الاستغلال للمؤسسة، وذلك من خلال التحكم في مهل دوران المخزونات، الزبائن والموردين، إضافة إلى الالتزامات المالية القصيرة الأخرى،<sup>3</sup> أما الجانب الاستراتيجي لقرار تسيير عناصر الاحتياج في رأس المال العامل هي تلك الإجراءات التي تشكل جزءا من الإستراتيجية العامة للمؤسسة والمتعلقة أساسا بتوفير وتخصيص الموارد المالية المتاحة لتلبية احتياجاتها على المدى البعيد،

**4. الأبعاد الاستراتيجية للقرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية:** تتجلى الأبعاد الإستراتيجية للقرارات المالية الإستراتيجية في الأهداف طويلة المدى التي تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيقها من خلال تلك القرارات، إضافة إلى العوامل التي تؤثر بشكل مباشر وغير مباشر في ذلك؛

**1.4. الأبعاد الاستراتيجية لقرار التمويل:** تتضمن الجوانب والاعتبارات التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات المتعلقة بالتمويل بشكل استراتيجي، أهمها:

<sup>1</sup> مزغيش إيمان: دور أساليب التحليل الكمية في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسات الرياضية، مجلة تصدر عن مخبر علوم وتقنيات النشاط البدني، العدد 06، جوان 2013، جامعة الجزائر 03، ص 65-72.

<sup>2</sup> زهواني رضا وآخرون: دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية، مجلة العلوم الادارية والمالية، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، مجلد 01، العدد 01، ديسمبر 2017، ص: 238-261

<sup>3</sup> مقدم ليلي: سياسات تسيير عناصر الاحتياج في رأس المال العامل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر- دراسة ميدانية خلال الفترة 2005-2007، مجلة الباحث، العدد الثامن، 2010، جامعة زيان عاشور الجلفة، ص 97-108.

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

➤ هدف التمويل الاستراتيجي: يجب أن يكون هدف التمويل متوافقاً مع الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة في

المدى الطويل من أجل التوسع في الأنشطة الاقتصادية وتحقيق النمو المستدام وضمان استدامة المؤسسة ؛

➤ هيكل التمويل: يتضمن مصادر التمويل ونسبة كل مصدر في هيكل رأس المال، الذي يجب اختياره وفق

توجهات المؤسسة بما يحقق التوازن بين التكلفة والمخاطر المرتبطة بكل مصدر؛

➤ إدارة المخاطر: يجب أن تُؤخذ المخاطر المالية والاقتصادية في الاعتبار عند اتخاذ قرارات التمويل من خلال

تحديد سياسات لإدارة المخاطر المحتملة مثل التقلبات في سوق الفائدة، تقلبات أسعار العملات وغيرها؛

➤ الوقت والتوقيت: يجب تحديد الوقت المناسب للحصول على التمويل والتوقيت الأمثل لإصدار الأوراق المالية

أو القروض أو أي آلية تمويل أخرى؛

➤ تكلفة التمويل: يجب دراسة تكاليف التمويل المختلفة واختيار الخيار الذي يحقق التنافسية في السوق، إضافة

إلى أقل عائد على الاستثمار؛

➤ تأثير التمويل على هيكل الملكية واتخاذ القرار بشكل عام في المدى الاستراتيجي، حيث يجب أن يُؤخذ في

الحسبان أثر قرارات التمويل على هيكل الملكية والسيطرة في المؤسسة.

إضافة إلى ذلك، يشتمل قرار التمويل على أهداف إستراتيجية تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيقها من

خلال تلك القرارات وأهمها:

- تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم قيمة المؤسسة التي تقاس عادة من خلال القيمة السوقية لأسهمها، بمعنى

رفع نسق الأنشطة التي تدر أرباحاً لرفع القيمة السوقية للسهم؛

- إيجاد التوليفة الأنسب المكونة من أموال خاصة وديون من أجل تمويل الاحتياجات المالية التي تحقق المؤسسة

من خلالها أداءات مالية جيدة تعزز مركزها التنافسي.

- تحسين الأداء المالي للمؤسسة وبذلك بلوغ مركز تنافسي يعزز سمعتها لدى المستثمرين وأصحاب رؤوس

الأموال.

**2.4. الأبعاد الإستراتيجية لقرار الاستثمار:** تتضمن العوامل التي تؤثر على اتخاذ قرارات الاستثمار بشكل

استراتيجي ومنطقي. هذه الأبعاد تشمل:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> <https://economy-pedia.com/11031001-strategic-investments/> le 3/3/2023 à 10 : 39 Am

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

✚ الأهداف الإستراتيجية، حيث يجب أن يكون الاستثمار متناسبًا مع الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة في المدى البعيد والذي تتمثل غالبًا في تحقيق النمو المستدام، تعزيز القدرات التنافسية، توسيع السوق، أو تحقيق أهداف أخرى؛

✚ التحليل الاستراتيجي الشامل، الذي تتطلبه عملية اتخاذ القرارات الإستراتيجية، للعوامل المؤثرة، مثل التحليل الاقتصادي، التحليل المالي، الجدوى، وتقييم المخاطر؛

✚ الاستدامة، حيث يجب أن يتم اختيار الاستثمارات الإستراتيجية التي تحافظ على التوازن بين العناصر الاقتصادية والاجتماعية والبيئية، وتعزز الاستدامة في المدى الطويل؛

✚ العامل الزمني، الذي يجب أن يتم تحديده في ظل قيود إستراتيجية المؤسسة وأهدافها وطبيعة الاستثمار،

✚ توافر الموارد التي يجب أن تكون متاحة في الوقت المناسب ومتوافقة مع حجم ونطاق الاستثمار المخطط له، بحيث يمكن تنفيذه بنجاح.

**3.4. الأبعاد الإستراتيجية لقرار توزيع الأرباح** تتضمن الجوانب والاعتبارات التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ قرارات بأبعاد استراتيجية لتوزيع الأرباح، وتشتمل على:

✚ الأهداف الإستراتيجية للتوزيع، التي يجب أن تكون متوافقة وتتماشى مع إستراتيجية المؤسسة وأهدافها في المدى الطويل، كالنمو وتوسيع الأعمال مثلاً؛

✚ تحقيق الاستدامة المالية، حيث يجب أن يتم اتخاذ قرارات التوزيع بناءً على قدرة المؤسسة على تحقيق الاستدامة المالية في المدى الطويل، كما ينبغي مراعاة الاحتياجات الحالية والمستقبلية للمؤسسة؛

✚ الديون والاستحقاقات المستقبلية، حيث يجب مراعاة مستوى مناسباً من الديون والالتزامات المالية عند اتخاذ قرار التوزيع؛

✚ إدارة المصالح المتضاربة داخل المؤسسة، حيث يجب أن يتم تحقيق التوازن بين مصالح المساهمين والمؤسسة نفسها واستدامة المشروع في المدى البعيد.<sup>1</sup>

✚ متطلبات النمو والاستثمار: يجب أن يكون قرار توزيع الأرباح مبنياً على دراية المؤسسة بما تسعى إلى تحقيقه في المدى البعيد من خطط للاستثمار والنمو في المستقبل وما يتبعها من إجراءات تتأثر بعمليات التوزيع في المدى البعيد؛

<sup>1</sup> بريش عبد القادر ويدروري عيسى: سباية توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات، مجلة البحوث المالية والمحاسبية، العدد 02، 2016، ص: 141-156

## واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

السياسات واللوائح: يجب الامتثال للسياسات واللوائح المحلية والدولية المتعلقة بتوزيع الأرباح والتوجهات القانونية والضريبية<sup>1</sup>.

### 4.4. الأبعاد الإستراتيجية لقرار تسيير الاحتياج في رأس المال العامل<sup>2</sup>: تتضمن النقاط التي يجب مراعاتها عند

اتخاذ القرارات المتعلقة بإدارة الأموال المتاحة لتمويل الأنشطة العادية للمؤسسة والحفاظ على السيولة، وتشتمل:

توجيهات النمو والتوسع يجب أن يتم تحديد توقعات النمو والتوسع للمؤسسة، وذلك لضمان توافق رأس المال العامل مع حجم العمليات المستقبلية واحتياجات النمو؛

دورة النقد، حيث يتطلب قرار تسيير الاحتياج في رأس المال العامل مراعاة فهم دورة النقدية للمؤسسة والتأكد من توافق التدفقات الداخلة والخارجة لأبعد مدى؛

إدارة الائتمان والديون، حيث يجب متابعة سياسات الائتمان وإدارة الديون بشكل فعال لتجنب تجميد السيولة والحفاظ على مستوى معين من السيولة اللازمة لتسيير الأعمال؛

الاحتياطي النقدي، يجب تسخير مبالغ احتياطية من رأس المال العامل لمواجهة المشاكل المالية المحتملة أو للاستثمار في النمو المستقبلي؛

المخاطر المالية: يجب التحليل والتقييم المستمر للمخاطر المالية المحتملة، مثل تقلبات في السوق أو تغيرات في ظروف الاقتصاد العام؛

تخطيط المشتريات والمبيعات: يجب تحديد جداول زمنية للمشتريات والمبيعات بناءً على توقعات الطلب والعرض، وذلك لتجنب نقص السيولة أو تجميد الأموال في المخزون، وتخفيض تكلفة المخزونات؛

### المبحث الثاني: دور التسيير الاستراتيجي للخزينة في اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية

تهدف من خلال هذا الجزء في دراستنا إلى إبراز تفاصيل العلاقة بين التسيير الاستراتيجي للخزينة في المؤسسة الاقتصادية وعملية اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية، وقبل هذا لا بد من إظهار دور جدول التدفقات المالية متعدد السنوات TPF كأداة للتسيير الإستراتيجي للخزينة من جهة التحليل والتخطيط الاستراتيجيين على النحو الآتي:

### المطلب الأول: مؤشرات الجدول المتعدد السنوات للتدفقات المالية

<sup>1</sup> <https://www.yansab.com.sa/ar/investor-management/dividend-policy>, le 23/8/2022 à 22:23 am.

<sup>2</sup> Cyril Lagrange : Les 4 visages cachés du BFR, <https://fr.linkedin.com/pulse>, le 15/09/2022 à 09 :34 am

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

يتوفر الجدول المتعدد السنوات TPDF على العديد من المؤشرات التي يمكن استغلالها لدراسة وتحليل الخزينة بشكل استراتيجي، إضافة إلى تخطيطها وذلك من خلال ميزة تعدد السنوات.

أولا المؤشرات الرئيسية:

كما تقدم سالفًا، تعد أرصدة الجدول المتعدد السنوات للتدفقات المالية بمثابة المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها في دراسة وتحليل الوضعية المالية للخزينة وهي:

1. **مؤشر الرصيد الاقتصادي E:** هو مؤشر مالي يهدف إلى قياس فعالية وكفاءة النشاط الاقتصادي أو دورة الاستغلال في المؤسسة الاقتصادية من خلال تحديد مدى قدرة المؤسسة على تحقيق العائد الاقتصادي الزائد على رأس المال المستثمر فيها.

ويعد هذا مؤشرًا هامًا للتحليل المالي واتخاذ القرارات الإستراتيجية، حيث يساعد أصحاب القرار في المؤسسة على تقييم أداء النشاط الاقتصادي بشكل شامل وتحديد مدى فعالية العمليات الداخلية واستخدام رأس المال بكفاءة لتحقيق أقصى قيمة مضافة للمساهمين والمستثمرين.

2. **مؤشر الرصيد المالي F:** مؤشر يستخدم لقياس مدى كفاءة وفعالية النشاط المالي أو دورة التمويل للمؤسسة الاقتصادية، يمكن للمحلل المالي أن يعرف من خلاله وضعية المؤسسة اتجاه الديون ومدى تطورها بدلالة الزمن، وهذا لتفادي المخاطر التي قد تنجر عنها وإدارتها بشكل مناسب.

3. **مؤشر الرصيد الجاري G:** أو ما يعرف بمؤشر رصيد التسيير الذي يعتبر حاصل مجموع الرصيد الاقتصادي والرصيد المالي، والذي يستخدم في قياس مدى تكامل دورة الاستغلال والتمويل و بدرجة أقل دورة الاستثمار، لأنه المحصلة بين الرصيد الاقتصادي والمالي، بمعنى إذا كان موجبا قليلا على مدى عدة سنوات فالمؤسسة في وضع مالي مريح يمكنها من توزيع الأرباح على المساهمين وتعزيز سمعتها عند المستثمرين.

4. **مؤشر رصيد الخزينة:** هو محصلة لجميع الأرصدة السالفة الذكر، ويستخدم هذا المؤشر لتحديد الوضعية المالية الدقيقة للمؤسسة ومدى تطورها مع الزمن، إضافة إلى تحديد المخاطر المالية المحتملة، كما يستخدم في قياس كفاءة الأداء المالي للمؤسسة بشكل عام، وقياس كفاءة القرارات المالية ومدى تطوره بدلالة الزمن

### ثانيا المؤشرات الثانوية:

تتضمن كل من مؤشر القيمة المضافة **VA**، الفائض الإجمالي للاستغلال **EBE** وفائض خزينة الاستغلال

**:ETE**

**1. مؤشر القيمة المضافة:** هو الرصيد الثانوي الأول الأكثر أهمية، يتم حسابه من جدول حساب النتائج، أو

الجدول متعدد السنوات وهو الفرق بين مجموع رقم الأعمال، إنتاج الفترة (خارج الرسم) والاستهلاكات،<sup>1</sup> ويمكن الاعتماد على رصيد القيمة المضافة كمؤشر لقياس مدى ربحية المؤسسة، كفاءة وفعالية نشاطها الرئيسي.

**2. الفائض الإجمالي للاستغلال:** يمثل القيمة المضافة منقوصا منها مصاريف الأجراء والأجور وأعباء

الضمان الاجتماعي.<sup>2</sup>

**3. فائض خزينة الاستغلال:** يمثل الفائض الإجمالي للاستغلال **EBE** مطروحا منه التغير في الاحتياج في رأس

المال العامل للاستغلال **BFRex**.<sup>3</sup>

### ثالثا المؤشرات الفرعية الأخرى:

إضافة إلى الأرصد الرئيسية والثانوية التي يتوفر عليها الجدول والتي يتشكل منها الرصيد النهائي للخزينة، هناك العديد من المؤشرات الأخرى يوفرها الجدول والتي يمكن الاعتماد عليها في إعطاء صورة أكثر وضوحا عن الوضعية المالية للمؤسسة، و مدى تطورها تعدد السنوات التي توفر لنا سلسلة من المعلومات التاريخية يمكن أن نستخدمها في تحديد اتجاه كل مؤشر بدلالة الزمن

**1. مؤشر رقم الأعمال (المبيعات):** يستخدم هذا المؤشر فيما يلي:

- قياس حجم نشاط المؤسسة وتغيره عبر قياس حجم المبيعات للسنوات المختلفة.
- حساب معدل نمو الأعمال خلال فترة زمنية معينة ومن ثم حساب معدل نمو النشاط.
- تقييم التغيرات في التدفقات المالية الداخلة ومدى تطورها.

<sup>1</sup> Rebaine, N : **Idem**.

<sup>2</sup> AMARRIS Group: **Idem**.

<sup>3</sup> Perrin, E: **tout savoir sur l'excédent de trésorerie d'exploitation**. Récupéré sur AGICAP, <https://agicap.com/fr/article/excedent-de-tresorerie-d-exploitation-definition-calcul-utilisation>, le 6/12/2021 à

21:23 am

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

- مقارنة رقم الأعمال للمؤسسة برقم الأعمال للمنافسين لتحديد قدراتها التنافسية في السوق.
  - باستخدام هذه المؤشرات، يمكن للمؤسسة فهم أدائها التجاري ومكانتها في السوق والتعرف على التحسينات الممكنة في عملياتها وتوجيه الاستراتيجيات المستقبلية لتحقيق النجاح والنمو المستدام
- 2. مؤشر الإنتاج:** يمكن تلخيص استخدام هذا المؤشر في النقاط التالية:<sup>1</sup>
- قياس قدرة المؤسسة الإنتاجية والصناعية، إضافة على قياس مدى الفعالية الإنتاجية للمؤسسة والكفاءة في استخدام عوامل الإنتاج؛
  - قياس الإنتاجية الحدية للعامل ومدى كفاءة العمال في استخدام العوامل الإنتاجية وضبط التحسينات الممكنة؛
  - قياس مردودية وسائل الإنتاج و مدى جدوى استثمار المؤسسة في وسائل الإنتاج المختلفة؛
  - تحديد مدى تطور إنتاجية المؤسسة الاقتصادية في فترة زمنية محددة أو عبر فترات زمنية مختلفة؛
  - تحديد درجة التكامل الداخلي للمؤسسة من خلال حساب نسبة القيمة المضافة إلى الإنتاج، أي تحديد مدى تكامل الأنشطة الداخلية للمؤسسة؛
- 3. الإستهلاكات الوسيطة:** والتي يمكن أن تعطي تفصيلا عن استهلاك المواد الأولية واستهلاكات وسيطة أخرى تدخل في عملية الإنتاج، إضافة إلى معلومات أخرى كالمناولة (المقاولة من الباطن) ، وتبين مدى تطور هذه الإستهلاكات، فهو بذلك مؤشر لقياس حجم نشاط المؤسسة ومدى كفاءتها الإنتاجية، من خلال مقارنته بمؤشري الإنتاج والمبيعات، و يمكن قياس مدى مساهمة كل عنصر على حدى في العملية الإنتاجية، بمعنى نسبة كل عنصر.
- 4. مؤشر تكاليف الأجور:** يظهر لنا هذا المؤشر الأعباء المخصصة لأجور العمال ومصاريف الضمان الاجتماعي وكل مل يتعلق بالموارد البشري، إذ يسمح الجدول بتحديد مدى تطوره، كما يمكننا هذا المؤشر من تحديد كفاءة اليد العاملة داخل المؤسسة من خلال مقارنته بمؤشر رقم الأعمال والقيمة المضافة، إضافة إلى ذلك يقيس المؤشر الإنتاجية الحدية لكل عامل ومدى تطورها بدلالة الزمن.
- 5. مؤشر التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال:** يمكن الوصول إلى النقاط التالية من خلال استخدام هذا المؤشر:

<sup>1</sup> زهوة فارح: التشخيص المالي لإستراتيجية تمويل النمو بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعية، الملتقى الوطني حول الإدارة المالية -رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة باجي مختار، يومي 25-26 نوفمبر 2014

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

- قياس الاحتياجات المالية المتعلقة بدورة الاستغلال للمؤسسة ومدى تطورها بدلالة الزمن ، أي يمكننا من تحديد الاحتياجات المالية للمؤسسة خلال دورة الاستغلال، مثل تكاليف الإنتاج والمخزون ، ومعرفة مدى تطور هذه الاحتياجات مع مرور الزمن؛
  - قياس حجم النشاط العادي أو الاستغلالي للمؤسسة ومدى تغيره بدلالة الزمن كما يساعد في تقييم أداء المؤسسة وإستراتيجيتها؛
  - الوقوف على الأداء المالي للمؤسسة من خلال مقارنته بمؤشر رقم الأعمال وتطوره بدلالة الزمن، وتحسين التخطيط المالي والاستراتيجيات المستقبلية.
  - باستخدام هذا المؤشر وتحليله بشكل جيد ودوري، يمكن للمؤسسة بلوغ الفعالية والكفاءة في استغلال عوامل الإنتاج واتخاذ قرارات مالية رشيدة؛
- إضافة إلى المؤشرات السابقة، يوفر الجدول العديد من المؤشرات التي تدخل في تكوين الرصيد المالي والاستثنائي، قد تساهم في تحديد الوضعية المالية والموضع الاستراتيجي للمؤسسة، أبرزها:
- **مؤشر تغير الديون الصافي** (المتوسطة، الطويلة والقصيرة الأجل): يوضح مدى اعتماد المؤسسة على الديون وتغيرها بدلالة الزمن، كما يمكن استخدامه لمتابعة قدرة المؤسسة على سداد الديون وتحديد مستوى المخاطر المالية المترتبة عن الديون.
  - **مؤشر التكاليف المالية**: يعكس تطور تكاليف الاقتراض والقروض للمؤسسة، يمكن استخدامه لتقييم مدى تأثير الفوائد على الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ قرارات متعلقة بالاقتراض بناءً على هذه المعلومات.
  - **مؤشر الضريبة على الأرباح**: يُظهر مدى تأثير الضريبة على أرباح المؤسسة، يمكن استخدامه لفهم مدى التزام المؤسسة بالتشريعات الضريبية وتخطيط الضرائب بشكل أفضل، ويساهم في تحديد حجم النشاط.
  - **مؤشر الأرباح الموزعة على الشركاء**: يُظهر حصص الأرباح التي يتم توزيعها على الشركاء والمساهمين. يمكن استخدامه لتقييم سياسة التوزيع والإيرادات المتاحة للمساهمين.
  - **مؤشر التغير في الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال**: يعكس التغيرات في رأس المال العامل الذي ليس له علاقة بدورة الاستغلال، مثل التغيرات في الاستثمارات. يمكن استخدامه لتقييم السيولة والاحتياجات المالية الإضافية للمؤسسة.

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

فاستخدام هذه المؤشرات الثانوية بجانب المؤشرات الأساسية يعطي صورة كاملة للوضع المالي للمؤسسة ويساهم في اتخاذ القرارات المالية والإستراتيجية الأكثر دقة وفاعلية.

**المطلب الثاني: جدول التدفقات المالية متعدد السنوات كأداة للتشخيص الاستراتيجي وإعداد الميزانية التقديرية للخزينة:**

يعد جدول التدفقات المالية متعدد السنوات أداة جيدة للتسيير الاستراتيجي للخزينة من خلال التشخيص المالي الاستراتيجي وإعداد موازنة الخزينة (التخطيط الاستراتيجي).

**أولاً: جدول التدفقات المالية متعدد السنوات كأداة للتشخيص الاستراتيجي للخزينة**

**1. جدول التدفقات المالية متعدد السنوات كأداة لتحليل نقاط القوة والضعف في المؤسسة SWOT:**

إذا ركزنا جيداً على منطق إعداد جدول التدفقات المالية متعدد السنوات TPF، يمكن أن نلاحظ إمكانية دراسة وتحليل الوضع المالي للمؤسسة ومن ثم تحديد الموضوع الإستراتيجي للمؤسسة من خلال تحديد اتجاه الأرصدة المكونة للرصيد النهائي لخزينة المؤسسة، وأبرزها مؤشر فائض خزينة الاستغلال و مؤشر الرصيد الاقتصادي، إضافة إلى إمكانية حساب معدل النمو الفعلي للمؤسسة استناداً إلى معدل نمو مؤشر القيمة المضافة VA من سنة إلى أخرى مع استبعاد تأثير ظاهرة التضخم.

إذا أخذنا مثلاً الوضعية (O,S) من الشكل رقم: 08 لمصفوفة SWOT، والتي تبين الموضوع الاستراتيجي للمؤسسة، والتي تعني وضعية مالية جيدة أي تدفقات مالية كبيرة، نشاط كبير ونمو سريع موازاة مع وجود فرصاً، فالمؤسسة مطالبة باستغلال هذه الفرص للبقاء أكبر وقت ممكن في هذا الموضوع، وذلك من خلال استغلال نقاط القوة التي تمتلكها والتي أظهرها الجدول من خلال تلك المؤشرات الإيجابية، الممثلة في مؤشر رقم الأعمال (التدفقات المالية الداخلة) والقيمة المضافة ومدى تطور هذه المؤشرات وبذلك تحديد اتجاه نقاط القوة، إضافة إلى إمكانية حساب معدل نمو قيمة تكاليف الأجور من سنة لأخرى والمواد الأولية وغيرها ومدى تأثيرها على كفاءة النشاط العادي للمؤسسة الذي حققت من خلاله أفضلية، وبدرجة أقل يمكننا الجدول من معرفة معدلات التضخم وأخذ نظرة عامة عن الحالة الاقتصادية، كل ذلك يبين بوضوح دور جدول التدفقات المالية متعدد السنوات في تحديد الموضوع الاستراتيجي للمؤسسة في مصفوفة SWOT، وبناء على هذا نعتبر جدول التدفقات المالية متعدد السنوات أداة جيدة للتحليل الاستراتيجي للبيئة الداخلية للمؤسسة، في حين يحتاج أصحاب القرار

## واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

داخل المؤسسة الاقتصادية إلى تحديد الفرص والتهديدات التي تحيط بها من خلال تحليل البيئة الخارجية أو تحليل PESTEL، وهو ما يبقى نسبيا إلى حد ما.

### 2. جدول التدفقات متعدد السنوات كأداة لتحليل محفظة الأنشطة الإستراتيجية:

يتوفر جدول التدفقات متعدد السنوات على عدة مزايا تساهم في إعداد وتحليل حافظة الأنشطة الإستراتيجية، أبرزها:

✓ **فصل وتفصيل الأرصدة:** التي تمكننا من متابعة الخزينة بشكل اقتصادي مفصل ومنطقي، وبذلك تحديد الوضعية المالية للمؤسسة وموضعها الاستراتيجي؛

✓ **تعدد السنوات:** التي تمكننا متابعة الخزينة بشكل ديناميكي من خلال حساب المؤشرات وتطورها على مدى خمسة سنوات أو أكثر وبذلك تحديد الاتجاه العام لكل مؤشر والرصيد النهائي للخزينة ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة؛

ويظهر دور جدول التدفقات المالية متعدد السنوات كأداة لتحليل محفظة الأنشطة الإستراتيجية من خلال:

**1.2. مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية BCG:** بناء على المعلومات التي يوفرها جدول التدفقات المالية متعدد السنوات والمتمثلة أساسا في الرصيد الاقتصادي الذي يمثل النشاط الأساسي للمؤسسة الاقتصادية والأرصدة الفرعية له، ثم الرصيد المالي والرصيد الجاري والخزينة ومدى تطور هذه الأرصدة على مدى خمسة سنوات، يمكن إعداد مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية وتحليلها ومن ثم تحديد الموضع الاستراتيجي للمؤسسة وعلى ضوءه اتخاذ القرارات المناسبة، من الشكل رقم 07 و 08 كمايلي:

❖ **وضعية البقرة الحلوب:** إذا كانت كل الأنشطة تتموضع في خانة البقرة الحلوب للمصفوفة، بمعنى وضعية مالية جيدة للمؤسسة وموضع استراتيجي جيد، فعلى المؤسسة العمل من أجل البقاء في نفس المركز، وهذا الحكم استنادا إلى المعلومات التي وفرها الجدول والتي تعني:

- **الرصيد الاقتصادي (النشاط الرئيسي):** يكون موجبا وذلك يعني قيمة مضافة موجبة إي أن المؤسسة تحقق أرباح من نشاطها العادي (دورة الاستغلال)، بمعنى التدفقات المالية الداخلة أكبر من التدفقات المالية الخارجة.

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

- **الرصيد المالي (نشاط ثانوي):** يكون سالبا قليلا وذلك معناه أن المؤسسة بصدد تسديد أقساط من الديون دون أن تتأثر بذلك، بمعنى هناك تكامل بين النشاط الرئيسي والنشاط المالي أي أن الديون القصيرة التي تساهم في تمويل دورة الاستغلال و تحقق عوائد تساهم في تسديد الديون بما فيها القصيرة، وهي الوضعية المثالية للمؤسسة الاقتصادية.
- **الرصيد الجاري (نشاط ثانوي آخر):** يكون موجبا قليلا لعدة سنوات وذلك معناه أن المؤسسة قد حققت فوائض مالية قامت غطت من خلالها مصاريف الاستغلال وسددت أقساط من الديون وسمحت لها بتوزيع الأرباح على الشركاء، بالإضافة إلى ذلك، يساهم الرصيد الجاري الإيجابي في تعزيز الثقة لدى الشركاء والمستثمرين الحاليين والمحتملين، حيث يُظهر الاستقرار المالي والقدرة على تحقيق الأرباح. هذا قد يجذب المزيد من المستثمرين ويرفع مستوى الاهتمام بالمؤسسة في السوق المالية
- **التغير في الخزينة:** في هذه الحالة تحقق الخزينة فائضا، وذلك يعني أن المؤسسة في وضعية مالية جيدة وتمتلك مخزوناً من السيولة النقدية الزائدة عن احتياجاتها الحالية. هذا الوضع المالي الإيجابي يمكن أن يطرح أمام المؤسسة عدة خيارات استراتيجية أبرزها:
  - ✓ التطور والنمو الداخلي: يمكن للمؤسسة استثمار الفائض المالي في تطوير وتوسيع أنشطتها الحالية، مثل زيادة الإنتاج أو تحسين الجودة، مما يساهم في تحقيق النمو الداخلي للمؤسسة.
  - ✓ تعزيز القدرة التنافسية: يمكن استخدام الفائض المالي لتحسين البنية التحتية للمؤسسة، أو تطوير المنتجات والخدمات، أو استثمار في التكنولوجيا والابتكار، مما يعزز قدرة المؤسسة على التنافس في السوق.
  - ✓ الاستثمار في البحث والتطوير: يمكن للمؤسسة استثمار الفائض المالي في برامج بحث وتطوير لتحسين المنتجات أو تطوير منتجات جديدة، مما يساهم في ابتكار وتحسين المنتجات.
  - ✓ توزيع الأرباح على المساهمين: في حال كانت المؤسسة تتبع سياسة توزيع الأرباح على المساهمين، يمكن استخدام الفائض المالي لتوزيع الأرباح على المساهمين، مما يعزز جاذبية المؤسسة للمستثمرين.
  - ✓ الحفاظ على السيولة: يمكن استخدام الفائض المالي لتعزيز مستوى السيولة النقدية للمؤسسة، مما يساعدها على التعامل مع المخاطر المالية المحتملة وتأمين حاجاتها المالية المستقبلية.

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

إضافة إلى هذا يمكننا الجدول من معرفة الاتجاه العام لتطور (من خلال المؤشرات) رقم الأعمال والقيمة المضافة والديون والأنشطة الاستثنائية بفضل تعدد السنوات، وبشكل خاص تطور الخزينة التي تمنح للمدير المالي معرفة الوضع الاستراتيجي للخزينة خصوصا والمؤسسة ككل بشكل عام ومن ثم اتخاذ القرار الاستراتيجي المناسب.

**2.2. مصفوفة ماكينزي:** يمكن استخدام جدول التدفقات المالية متعدد السنوات كأداة لتحديد الوضع الاستراتيجي للمؤسسة من خلال مصفوفة ماكينزي كمايلي:

● **الرصيد الاقتصادي:** يسمح بمعرفة الوضع الاستراتيجي للنشاط (جاذبية النشاط، الموقع التنافسي للمؤسسة)، حيث يمكن ملاحظة ثلاثة وضعيات كمايلي:

- فإذا كان هذا الرصيد موجبا، فإن المؤسسة في وضعية مالية مريحة أي **وضعية رابح** في المصفوفة.

- أما إذا كان هذا الأخير موجبا قليلا أو يساوي الصفر فإن المؤسسة في وضعية متوسطة أي **وضعية مقبول** في المصفوفة

- إذا كان الرصيد سالبا ولعدة دورات، فإن المؤسسة في وضعية حرجة أي **وضعية خاسر** في المصفوفة.

كما يبين الجدول دور النشاط المالي والاستثنائي ومساهمة كل نشاط في تكوين رصيد الخزينة، إضافة إلى إمكانية معرفة الاتجاه العام لتطور القيمة المضافة والفائض الإجمالي للاستغلال من خلال ميزة تعدد السنوات، وبذلك يمكن للمدير المالي اتخاذ القرار الاستراتيجي الأنسب استنادا إلى المعطيات السالفة الذكر.

**3.2. مصفوفة أرثر دي ليتل:** بالنظر إلى منطق إعداد جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، يمكن استخدام هذا الأخير لتحديد موضع المؤسسة في مصفوفة **ADL**، من خلال جملة الأرصدة التي يتوفر عليها الجدول، حيث يسمح لنا الرصيد الاقتصادي بمعرفة مدى نجاعة وفعالية نشاط الاستغلال للمؤسسة، كما يتيح لنا الجدول معرفة الاحتياجات المالية في المدى القصير من خلال الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال وفائض خزينة الاستغلال التي يتوفر عليها هذا الأخير، فإذا أخذنا مثلا الوضعية (مهيمن، نمو) في المصفوفة التي تبين أن المؤسسة تحقق التوازن في المراحل الأولى لدورة حياة المنتج أو النشاط وهذا راجع إلى المردودية العالية لنشاط المؤسسة، بمعنى التدفقات المالية الداخلة أكبر من التدفقات الخارجة أي أن الرصيد الاقتصادي جد موجب.

ويتيح لنا الجدول معرفة الاتجاه العام للقيمة المضافة والاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال من خلال المعلومات التاريخية التي يتوفر عليها (تعدد السنوات).

لذلك، يمكن للمدير المالي تحديد الموضوع الاستراتيجي للمؤسسة من خلال نشاطها الاستراتيجي الممثل بنشاط الاستغلال بالاعتماد على المعلومات التي يتوفر عليها الجدول وبذلك صناعة واتخاذ القرارات المناسبة على ضوء هذه المعلومات.

### ثانيا دور جدول التدفقات المتعدد السنوات في إعداد الميزانية التقديرية للخبزينة:

باستغلال الميزات التي يتوفر عليها جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، لاسيما ميزة تعدد السنوات التي قد تصل إلى خمس سنوات، وميزة فصل الأرصدة وتوضيح كيفية تكوينها يظهر البعد الاستراتيجي للجدول ومساهمته في إعداد الميزانية التقديرية للخبزينة بشكل عام كما يلي:

**1. تعدد السنوات:** تعطي المعلومات التي يتوفر عليها الجدول للسنوات الثلاث الأولى  $N-2$ ,  $N-1$ ,  $N$ ، الأرصدة والمؤشرات السالفة الذكر إمكانية توقع التطور الذي يمكن أن يحصل في المستقبل في المدى الطويل والمتوسط لهذه المؤشرات، وذلك باستخدام إحدى الطرق الكمية التي تطرقنا لها سابقا وإيجاد دالة الاتجاه العام لأرصدة الجدول ومؤشراته التي تتطلب توفر المعلومات التاريخية لسنتين على الأقل.

**2. فصل الأرصدة وتعدد المؤشرات:** المعلوم أن الميزانية التقديرية للخبزينة تعد بناء على المعلومات المحصلة من الميزانيات الفرعية للنشاط الاقتصادي للمؤسسة ككل، حيث يوفر الجدول كل المعلومات المطلوبة لإعداد الميزانيات التقديرية الفرعية لاسيما للمبيعات و الاستهلاكات والاحتياج في رأس المال العامل وغيرها.

## الفصل الأول: الإطار النظري والمفاهيمي للتسيير الاستراتيجي للخزينة

### واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

عموما يوفر لنا جدول التدفقات المالية متعدد السنوات عدة خيارات لإعداد الميزانية التقديرية للنشاط الاقتصادي للمؤسسة، إذ يفسح المجال لتحديد دالة الاتجاه العام لكل مؤشر يتوفر عليه، لذلك نجد الكثير من المحللين الماليين يعتمدون على الجدول كأداة لما يعرف بالتسيير التوقعي للخزينة ولا يتوقف عند ذلك فقط بل يتعداه إلى إمكانية رسم الخطة المالية المستقبلية من خلال القوائم المالية المتوقعة: جدول حساب النتائج المتوقعة، ميزانية الأصول والخصوم المتوقعة،.....

يظهر، مما سبق، دور خزينة المؤسسة الاقتصادية كمحصلة أموال من جهة، ومن جهة أخرى كنقطة بداية لصناعة قرارات إستراتيجية، قد تساهم في تعزيز الموضوع الاستراتيجي للمؤسسة، مثل رفع نسق و حجم النشاط من عدمه، اختيار المزيج التمويلي المناسب، نسبة التوزيع والاحتجاز للدورات المقبلة وغيرها.

### المطلب الثالث دور التسيير الاستراتيجي للخزينة في عملية اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية:

نسعى في هذا الجزء من الدراسة إلى إظهار دور التسيير الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية من خلال التحليل والتخطيط الاستراتيجيين للخزينة في عملية اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية.

**أولا دور التحليل الاستراتيجي للخزينة في عملية اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية:** يظهر، مما تقدم، أن عملية التحليل أو التشخيص الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية تلعب دوراً محورياً في صناعة القرارات المالية الإستراتيجية للمؤسسة، كونها تساهم إلى حد كبير، في الكشف عن أبرز نقاط القوة والضعف داخل المؤسسة، والمعلوم أنه إذا تم إجراء التحليل الاستراتيجي للخزينة بشكل دقيق وشامل، ستكون له الأثر الواضح في عملية اتخاذ القرارات الإستراتيجية وتحديد مسار المؤسسة المستقبلي، وذلك من خلال:

#### 1. تقييم الوضع المالي الحالي: يساعد التحليل الاستراتيجي للخزينة في تقييم وضع المؤسسة المالي الحالي

بشكل دقيق، يمكن أن يكشف عن أهم نقاط القوة والضعف في إدارة السيولة والتدفقات النقدية، وبناءً على هذه المعلومات، يمكن لأصحاب القرار اتخاذ قرارات إستراتيجية لتحسين الأداء المالي.

#### 2. ترشيد القرارات المالية: يقدم التحليل الاستراتيجي للخزينة وفرة من المعلومات الهامة التي من شأنها أن

تساعد في ترشيد القرارات المالية، وإعطائها بعداً استراتيجياً يساهم في تحقيق مراكز تنافسية عالية ودعمها على المدى الطويل.

#### 3. تحديد الأولويات الإستراتيجية: قد يظهر التحليل الاستراتيجي للخزينة مدى أولوية الاحتياجات المالية

أو الفرص الاستثمارية المرحة. وبناءً على ذلك، يمكن لأصحاب القرار تحديد الأولويات الإستراتيجية وتحديد المشروعات أو الاستثمارات التي تعزز الأداء المالي بشكل أفضل.

#### 4. المساهمة في تحقيق الكفاءة المالية: وذلك من خلال تحديد الأنشطة التي تتطلب استخدام السيولة

والأنشطة التي لا تتطلب ذلك وبذلك اتخاذ القرارات المالية المناسبة.

بشكل عام، يساهم التحليل الاستراتيجي لخزينة المؤسسة في توجيه القرارات المالية والاستثمارية نحو تحقيق أهداف المؤسسة وضمان استدامة ونجاح عملياتها في المستقبل.

## ثانيا دور التخطيط الاستراتيجي للخزينة في عملية اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية:

تتجلى العلاقة بين التخطيط الاستراتيجي لخزينة المؤسسة وعملية اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية من خلال عدة نقاط نذكر منها:

**1. تحديد الأهداف المالية الطويلة المدى:** بعد عملية التحليل الاستراتيجي للخزينة في المؤسسة الاقتصادية

يأتي دور تخطيط الخزينة استراتيجيا من خلال تحديد الأهداف المالية الطويلة الأجل التي ترغب المؤسسة في تحقيقها، وتشمل هذه الأهداف تحسين التدفقات النقدية، تحسين نسبة الديون إلى حقوق الملكية، وتحقيق الكفاءة المالية، وبناءً على هذه الأهداف، يتم صناعة القرارات المالية الإستراتيجية.

**2. تخطيط التدفقات النقدية الداخلة والخارجة في المدى المتوسط والطويل** يؤثر بشكل مباشر في عملية

اتخاذ القرار المالي على مستوى الإدارة الإستراتيجية والمستويات الدنيا من أجل تجنب مخاطر اختلال التوازن بين التدفق الداخل والخارج في المدى البعيد وبذلك الوقوع في عسر مال.

**3. المساهمة في تحسين الأداء المالي:** يساهم التخطيط الاستراتيجي للخزينة في تحسين الأداء المالي

للمؤسسة من خلال تحديد الأنشطة التي يمكن تحسينها وتخطيطها بشكل يحقق أكثر كفاءة مالية، وهي الأنشطة التي تصاحبها عملية اتخاذ القرارات المالية في المدى المتوسط والطويل.

**4. المساهمة في تحديد المخاطر المالية:** يساهم التخطيط الاستراتيجي للخزينة في تحديد المخاطر المالية

المحتملة وتقييم تأثيرها المحتمل على المؤسسة، وبناءً على هذا، تتخذ المؤسسة القرارات الاستباقية سواء كانت مالية أم إدارية من أجل التعامل مع هذه المخاطر وإدارتها بأكثر كفاءة.

عموما، يظهر تأثير التخطيط الاستراتيجي لخزينة المؤسسة في عملية اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية من خلال توجيه هذه القرارات نحو تحقيق الأهداف المالية الطويلة الأجل وضمان استدامة ونجاح المؤسسة الاقتصادية في المستقبل.

هناك العديد من الدراسات التي عالجت موضوع الخزينة في المؤسسة الاقتصادية، واتخاذ القرارات المالية، إلا أن تلك التي تعالج موضوع التسيير الاستراتيجي للخزينة فهي قليلة جدا إن لم نقل منعدمة لاسيما موضوع التسيير الاستراتيجي للخزينة ودوره في اتخاذ القرارات المالية، وسنحاول من خلال الجزء عرض وتحليل الدراسات التي أمكن الإطلاع عليها كمايلي:

### المطلب الأول الدراسات ذات الصلة بالتسيير الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية

نسعى، في هذا الجزء من الدراسة، إلى عرض الدراسات التي أمكن الإطلاع عليها والتي لها علاقة بالخزينة بشكل عام، كون التسيير الاستراتيجي للخزينة من المواضيع الحديثة التي لم يتم تداولها كثيرا بعد،

#### أولا الدراسات باللغة العربية:

1. دراسة حنان رزاق سالم وخبيطي خضير: تحليل جدول تدفقات الخزينة بالطريقة غير المباشرة وفق النظام المحاسبي المالي - دراسة حالة مؤسسة اقتصادية جزائرية، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 2، العدد 4، سبتمبر 2018، جامعة غرداية، الجزائر، ص ص، 209-221.

➤ **الهدف من الدراسة:** يهدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى إظهار مدى أهمية جدول تدفقات الخزينة للطريقة غير المباشرة في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية والحكم عليها.

➤ **نتائج الدراسة:** توصل الباحثان إلى العديد من النتائج أهمها:

- يفسح جدول التدفقات المجال لتحديد مكامن العجز المالي بشكل دقيق في المؤسسة الاقتصادية، سواء من خلال خزينة الاستغلال، الاستثمار أو التمويل التي تعد بمثابة المؤشرات الرئيسية لتحليل وضعية الخزينة والمؤسسة ككل.

#### ➤ **نقد وتقييم الدراسة**

استخدم الباحثان جدول تدفقات الخزينة لدورتين متتاليتين للشركة محل الدراسة كأداة لدراسة وتحليل وضعية الخزينة وتحديد الوضعية المالية للشركة، كما استخدمت أرصدة خزينة الاستغلال، التمويل والاستثمار، إضافة إلى نسب أخرى كمؤشرات لتحديد التوازن المالي للشركة، وهي مؤشرات مهمة لتحليل وتفسير الوضعية المالية للشركة،

## واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

في حين وبعد اطلاعنا على تحليل ومناقشة النتائج لم نجد أثرا لتفسير تلك المؤشرات تفسيراً اقتصادياً، فنحن بشكل عام مطالبون بإيجاد تفسير للنتائج المتوصل إليها، مثل نمو خزينة الاستغلال دلالة على نمو المبيعات و زيادة حجم نشاط المؤسسة إن لم يكن هناك تضخم أدى على زيادة في رقم الأعمال، وربط هذه النتائج بالوقائع الاقتصادية كالأزمات المالية والاقتصادية التي تحدث ومدى تأثيرها على البيئة الاقتصادية والشركات بشكل خاص، كما لم نر اهتمام الباحثين بالجانب الاستراتيجي في الدراسة رغم أن جدول التدفقات المستخدم يفسح المجال لمعرفة مدى تطور الخزينة في المدى المتوسط والتطويل، وبذلك إمكانية معرفة الموضوع الاستراتيجي للمؤسسة ككل.

أما في دراستنا فقد اعتمدنا على العديد من المؤشرات التي وفرها الجدول متعدد السنوات، الذي استخدمناه كأداة لدراسة وتحليل وتخطيط الخزينة، ومدى تطورها على مدى خمس سنوات، كما ربطنا تغير هذه المؤشرات بالوقائع التي لها تأثير على البيئة الاقتصادية للمؤسسات الاقتصادية وعلى أنشطتها، والتي حدثت في فترة الدراسة، مثل كوفيد -19، بما أن دراستنا كانت أثناء هذه الجائحة، وحاولنا إعطاء تفسيرات اقتصادية علمية للتغيرات الحاصلة في هذه المؤشرات على مدى سنوات الدراسة.

2. دراسة رقية شطبي، جدول سيولة الخزينة وفق النظام المحاسبي المالي الجديد - رؤية تحليلية ديناميكية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الانسانية لجامعة أم البواقي، المجلد 5، العدد 2، ديسمبر 2018، جامعة ام البواقي، الجزائر، ص ص، 1-14.

➤ **الهدف من الدراسة** الهدف من هذه الدراسة هو إبراز دور جدول تدفقات الخزينة المعد وفق النظام المحاسبي المالي في تقديم رؤية تحليلية ديناميكية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

➤ **نتائج الدراسة:** توصل الباحث إلى العديد من النتائج أهمها:

- جدول تدفقات الخزينة، كقائمة إلزامية ألزم بها المشرع الجزائري المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال التحول للنظام المحاسبي والمالي الجديد SCF، أداة متجانسة مكملة لباقي القوائم المالية.

- جدول تدفقات الخزينة أو سيولة الخزينة هو أداة هامة لتحليل وضعية الخزينة والمؤسسة ككل لأنه لا يتأثر بالمعالجات المحاسبية

➤ **نقد وتقييم الدراسة:** تطرق الباحث للمفاهيم المتعلقة بالنظام المحاسبي والمالي الجديد الذي أقر فيه المشرع

الجزائري سنة 2010 إلزام المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بتقديم جدول تدفقات الخزينة مع القوائم المالية

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

الأخرى عند نهاية كل سنة مالية، وكيفية إعدادها، كما بين الباحث دور جدول التدفقات في قياس جودة الأرباح المحاسبية، والكشف عن مخاطر الإفلاس، بشكل نظري، وختل الدراسة من الجانب التطبيقي الذي يساهم في إبراز وإعطاء رؤية استشرافية للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية،

أما في دراستنا، التي حاولنا من خلالها إبراز دور التسيير الاستراتيجي للخزينة باستخدام جداول التدفقات، كأداة فعالة لتحليل وتخطيط الخزينة مستغلين بذلك مزايا جدول التدفقات المالية متعدد السنوات في تحديد الوضعية المالية الحالية للمؤسسة أي تحديد مكان من الضعف والقوة، والتنبؤ بالوضعية المستقبلية، ولتوضيح الصورة أكثر أجرينا دراسة تطبيقية على مجموعة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة الجزائرية، وقفنا من خلالها على العديد من النقاط الهامة المتعلقة بالوضعية المالية للشركات محل الدراسة وأسبابها إضافة إلى التطورات التي قد تحدث في المدى الاستراتيجي.

3. دراسة باكرية علي و بيض القول عبدالله، دور جدول تدفقات الخزينة في التسيير المالي الاستراتيجي

للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة أن.سي.أ الروبية، مجلة الاقتصاد الدولي والعملة، جامعة جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، المجلد 5، العدد 1، 2022، ص ص 81-96،

**الهدف من الدراسة:** يهدف الباحثان، من خلال هذه الدراسة، إلى إبراز مدى تأثير وظيفة الاستغلال التمويل والاستثمار في تغير خزينة المؤسسة الاقتصادية وتطورها بدلالة الزمن، واستخدامها في ذلك جدول تدفقات الخزينة لدورتين متتاليتين للشركة محل لدراسة لمعرفة اتجاه تغير كل نسبة من النسب المعتمدة في تحليل الوضعية المالية.

**نتائج الدراسة:** توصل الباحثان إلى العديد من النتائج أبرزها:

- يعد جدول تدفقات الخزينة أداة فعالة في الحكم على فعالية تسيير الموارد المالية واستخدامها، من خلال عنصر الخزينة الذي يعد المعيار الأكثر موضوعية في الحكم على نجاعة التسيير المالي للمؤسسة.
- يعتبر جدول تدفقات الخزينة كجدول قيادة في يد متخذي القرار في المؤسسة الاقتصادية، لأنه تتخذ على ضوءه جل القرارات الهامة.

**نقد وتقييم الدراسة**

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

استخدم الباحثان جدول تدفقات الخزينة لدورتين متتاليتين للشركة محل الدراسة كأداة لتحليل وضعية الخزينة ومنه استقراء الوضعية المالية للمؤسسة ككل، وذلك من خلال النسب المالية المحسوبة بناء على المعلومات التي وفرها جدول تدفقات الخزينة، وبالضبط استخدمنا جدول تدفقات الخزينة للطريقة غير المباشرة الذي يعطي توظيفه، كأداة لتحليل وضعية الخزينة، صورة واضحة عن وضعية المؤسسة، إلا أن النسب المستخدمة غالبا ما يجدها المحللون الماليون غير كافية لتحليل الخزينة بشكل شامل لأنها تتطلب مقارنتها بالنسب المعيارية لمؤسسات مثالية في حين تختلف المؤسسات حسب نوع النشاط وحجمها ودورة حياتها وهو ما يؤدي إلى تباين هذه النسب التي صنفها أهل الاختصاص في خانة النسب المعيارية.

أما في دراستنا، استخدمنا جدول التدفقات المالية متعدد السنوات الذي يعد جدولا معياريا وشاملا لتحليل الاقتصادي والمالي للمؤسسة من خلال الأرصدة المفصلة التي يتضمنها والتي يمكن استغلالها كمؤشرات دقيقة لتحليل وضعية الخزينة، إضافة إلى ميزة تعدد السنوات التي تضيء بعدا استراتيجيا لعملية تحليل الخزينة وتخطيطها بشكل استراتيجي.

4. دراسة زغيب مليكة وغلاب نعيمة، مدى إمكانية جدول تدفقات الخزينة في تقييم الأداء المالي لشركة الصيانة للشرق (2018-2021)، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 6، العدد 1، جوان 2023، جامعة الشهيد حمة لخضر بالوادي، الجزائر، ص 1193-1210

➤ **الهدف من الدراسة** تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى إمكانية جدول تدفقات الخزينة في تقييم الأداء المالي لشركة الصيانة بالشرق على مدى ثلاث سنوات من خلال استغلال الأرصدة التي يتوفر عليها جدول التدفقات كمؤشرات لتحديد وتقييم الوضعية والأداء المالي.

➤ **نتائج الدراسة:** توصل الباحثان إلى العديد من النتائج أهمها:

- تحديد مدى أهمية جدول تدفقات الخزينة في إعطاء معلومات عن الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، من خلال الأرصدة المكونة للرصيد النهائي للخزينة والتي يفصلها الجدول.

- تحديد مدى أهمية النسب المالية المستخدمة كمؤشرات لمعرفة مدى جودة سيولة المؤسسة وجودة الأرباح وكذا سياستها المالية وأدائها بشكل عام.

✚ **نقد وتقييم الدراسة:** استخدم الباحثان في دراستهم جدول تدفقات الخزينة كأداة لدراسة وتحليل الوضع المالي للشركة محل الدراسة وقد اعتمدا على المعلومات التي يوفرها الجدول في شكل مؤشرات معيارية لتقييم الوضع والأداء المالي، وقد شابهت دراستنا في هذا الجزء، إلا أن الاختلاف يكمن في نوع جدول التدفقات المستخدم، حيث اعتمدنا على جدول التدفقات المالية المتعدد السنوات، إضافة إلى تفصيل الأرصدة فيه، يتوفر على ميزة تعدد السنوات (خمسة سنوات) فسحت لنا المجال لدراسة وتحليل الوضعية المالية بشكل استراتيجي، إضافة إلى تخطيطها.

ثانيا الدراسات باللغة الأجنبية: من خلال تصفحنا لعديد المجالات والمراجع الأجنبية، لم نصادف دراسات كثيرة، بل هي تعد على الأصابع تلك التي لها صلة بتسيير خزينة المؤسسة الاقتصادية بالرغم من أهمية الموضوع.

1. دراسة **Jean RIOLLET**، مقارنة جديدة في التشخيص الاقتصادي والمالي للمؤسسات الفلاحية: المقاربة باستخدام جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، مجلة الاقتصاد الريفي، 206، 1991، ص ص، 52-56،

✚ **الهدف من الدراسة:** قدم الباحث، من خلال هذه الدراسة، طرقا جديدة فعالة في تشخيص المؤسسات الفلاحية، وذلك بالاعتماد على جدول التدفقات المالية متعدد السنوات كأداة لدراسة وتحليل خزينة المؤسسة الفلاحية ومنه تحديد الوضعية المالية للمؤسسة بشكل دقيق.

✚ **نتائج الدراسة:** توصل الباحث في دراسته إلى العديد من النتائج أبرزها:

- يتميز الجدول متعدد السنوات بميزة تفصيل الأرصدة المكونة للرصيد النهائي لخزينة المؤسسة الاقتصادية التي تفسح المجال للتشخيص الاقتصادي والمالي الدقيق للمؤسسة؛
- يعد جدول التدفقات المالية متعدد السنوات أداة شاملة من أجل التشخيص الاقتصادي والمالي للمؤسسات الاقتصادية عموما والفلاحية خاصة؛
- يعطي جدول التدفقات المالية متعدد السنوات نظرة عن وضعية المؤسسة المالية في الماضي، الحاضر والمستقبل من خلال ميزة تعدد السنوات؛

✚ **نقد وتقييم الدراسة:** سعى الباحث، من خلال دراسته هذه، إلى تقديم نموذجا جديدا من أجل تشخيص الوضعية المالية للمؤسسات الفلاحية التي تريد الاعتماد على ما تحققه من عوائد في تحقيق النمو

✚ والتوسع بشكل متوازن، وقد وفق على حد كبير في ذلك، كونه اعتمد على جدول التدفقات المالية متعدد السنوات الذي يتوفر على ميزة فصل الأرصدة المكونة للرصيد النهائي للخزينة، التي تعطي نظرة مفصلة وشاملة عن الوضعية الاقتصادية والمالية للمؤسسة ككل، إضافة إلى ميزة تعدد السنوات التي تضيف إلى عملية التشخيص بعدا استراتيجيا يمكن أن يساهم في تحديد الوضعية المستقبلية.

وفي دراستنا استخدمنا الجدول متعدد السنوات من أجل دراسة وتحليل وضعية الخزينة، مستغلين ميزة فصل وتفصيل الأرصدة واستخدامها كمؤشرات تتغير بدلالة الزمن تبين الوضعية الحالية للخزينة والمؤسسة ككل، إضافة إلى ميزة تعدد السنوات التي فسحت لنا المجال لتحديد اتجاه تغير كل مؤشر على مدى خمسة سنوات وبذلك إمكانية تحديد الوضعية المالية المستقبلية للمؤسسة، كما استخدمنا هذه المؤشرات، إضافة إلى شروط التوازن المالي التي يفرضها الجدول، في رصد مكان الضعف والقوة وتحديد الموضع الاستراتيجي للمؤسسة في مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية.

#### 1. دراسة M. VICTORIEN، حساب عتبة المردودية واستخدام جدول تدفقات الخزينة في الصناعة،

تقرير تربص، 2015/2/3، جامعة رامس، فرنسا؛

✚ **الهدف من الدراسة:** هدف الباحثون، من خلال هذه الدراسة، إلى مقارنة المؤشرات المستخدمة في قياس الأداء المالي لعينة مكونة من 186 مؤسسة اقتصادية لثلاثة دول هي فرنسا سويسرا والولايات المتحدة الأمريكية في مجالات مختلفة ماعدا مجال الخدمات المالية والشركات القابضة، واعتمدوا على جودة المعلومات التي توفرها هذه المؤشرات التي تم حسابها من القوائم المالية، لستة سنوات، الموجودة بكل من قواعد المعطيات Datastream لفرنسا وسويسرا وCompustat للولايات المتحدة، ووضعوا لذلك نموذجا لقياس الأداء المالي مكون من خمسة مؤشرات في صورة النتيجة الصافية، نتيجة الاستغلال، تدفقات خزينة الاستغلال، النتيجة الباقية (النتيجة الصافية منقوص منها رأس المال المستثمر) والقيمة المضافة، إضافة إلى علاقة هذه المعلومات بمردودية النشاط المالي والاقتصادي لهذه المؤسسات.

✚ **نتائج الدراسة:** توصل الباحثون إلى العديد من النتائج أبرزها:

- القوائم المالية المقدمة (جدول تدفقات الخزينة) وفق معايير المحاسبة الدولية لفرنسا وسويسرا أكثر جودة من نظيرتها بالولايات المتحدة الأمريكية، في اعطاء المعلومات المتعلقة بالنشاط المالي والاقتصادي للمؤسسة؛

### واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

- تستخدم المؤشرات المحسوبة في نموذج الأداء المالي في إعطاء صورة مستقبلية للمؤسسة الاقتصادية بشرط أن توضع وفق قواعد واضحة ودقيقة؛

- يتجه النموذج المحاسبي الأمريكي للاهتمام بالنشاط المالي في حين يتجه النموذج المحاسبي الفرنسي للاهتمام بنشاط الاقتصاد الكلي؛

 **نقد وتقييم الدراسة:** تسعى هذه الدراسة، إلى مقارنة جودة المعلومات المعتمدة في قياس الأداء المالي لجملة من المؤسسات الاقتصادية المختلفة في النشاط والجنسية، والتي توفرها القوائم المالية، لاسيما جدول تدفقات الخزينة، في شكل مؤشر النتيجة الصافية، القيمة المضافة، نتيجة الاستغلال، النتيجة الباقية وتدفقات خزينة الاستغلال وعلاقتها بالأداء المالي والاقتصادي لهذه المؤسسات، وقد قدم الباحثون نموذجا مكون من عينة من المؤسسات الاقتصادية المختارة بعناية من أجل معرفة مدى ارتباط كل مؤشر (متغيرات تابعة) بقياس الأداء المالي (متغير مستقل)، على مدى سلسلة زمنية مقدرة بـ 6 سنوات، واستخدموا طريقة الانحدار الخطي البسيط بين كل مؤشر ومتغير قياس الأداء المالي، والانحدار الخطي المتعدد بين جملة المؤشرات ومتغير قياس الأداء المالي، حيث أعطت الدراسة جملة من النتائج الهامة.

أما دراستنا اعتمدنا على القوائم المالية للشركات المسعرة في البورصة الجزائرية، كونها ملزمة بنشر قوائمها المالية، من أجل إعداد جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، واستغلال تعدد المؤشرات وتعدد السنوات من أجل دراسة وتحليل الوضعية المالية للشركات محل الدراسة ومدى تطورها مع الزمن، إضافة إلى تحديد الموضوع لاستراتيجي لهذه الشركات، كما اعتمدنا على شروط التوازن المالي المعيارية التي يفرضها الجدول من أجل نقد وتقييم القرارات المالية المتخذة على مدى سنوات الدراسة

### المطلب الثاني الدراسات ذات الصلة باتخاذ القرارات المالية:

توجد العديد من الدراسات التي لها علاقة باتخاذ القرارات المالية بشكل عام، بينما الدراسات التي تعالج القرارات المالية ذات الأبعاد الاستراتيجية فهي قليلة نسبيا نظرا لكون غالب الدراسات الموجودة تعالج متغير اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية بشكل عام.

أولا: الدراسات باللغة العربية:

1. دراسة مزغيش إيمان ، دور أساليب التحليل الكمية في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسات الرياضية، مجلة تصدر عن مخبر علوم وتقنيات النشاط البدني، العدد 06، جوان 2013، جامعة الجزائر 03، ص ص 72-65

➤ **الهدف من الدراسة** تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الأساليب الكمية في التحليل، سيما البرمجة الخطية، شجرة القرار، التحليل الشبكي ونظرية الاحتمالات في عملية صناعة القرارات المناسبة في المؤسسات الرياضية التي تعد مؤسسات اقتصادية من حيث الأهداف والأشكال القانونية.

➤ **نتائج الدراسة:** توصلت الباحثة النتائج التالية:

- معرفة مدى أهمية الأساليب الكمية في عملية صناعة القرارات المالية الرشيدة في المؤسسات الرياضية بشكل خاص؛

➤ **نقد وتقييم الدراسة:** قدمت الباحثة تفصيلا عن متغير اتخاذ القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية، وقد بينت ذلك بشكل واضح من خلال عدة عناصر ذات أهمية، بينما اكتفت بسرد المفاهيم النظرية المتعلقة بالأساليب الكمية في التحليل وأنواعها، بشكل موجز، وقد أسهم كل ذلك في إثراء الموضوع الذي يساهم عموما في ترقية الإدارة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، والإدارة المالية، بشكل خاص، وذلك من خلال بيان مدى أهمية تلك النماذج الكمية في تقديم صورة عن الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ومدى مساهمتها في عملية اتخاذ وترشيد قرارات الاستثمار والتمويل، إلا أن الدراسة ينقصها الجانب التطبيقي الذي من شأنه أن يوضح أكثر ويبين مدى الإسهام الذي يمكن أن تقدمه هذه النماذج في عملية اتخاذ القرارات بشكل عام.

أما في دراستنا فقد حاولنا تطبيق إحدى أشهر النماذج الكمية في عملية التحليل الاستراتيجي، أو تحليل محفظة الأنشطة الإستراتيجية، من خلال تطبيق مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية على الشركات محل الدراسة، وقد استخدمنا في ذلك المؤشرات العديدة التي وفرها لنا جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، حيث توصلنا من خلاله كل هذا بيان تأثير القرارات المالية المتخذة على مدى سنوات الدراسة في الموضوع الاستراتيجي.

2. دراسة عادل علي بابكر الماحي أبو الجود: مدى مساهمة مدير المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسات المصرفية - "دراسة حالة بنك الاستثمار السعودي بالرياض"، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 7، العدد 1، أوت 2021، ص ص 61-79.

➤ **الهدف من الدراسة:** هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحديد مدى مساهمة المدير المالي في اتخاذ القرارات المالية في بنك الاستثمار السعودي، إضافة إلى تفصيل عملية اتخاذ قرار التمويل، الاستثمار وتوزيع الأرباح في المؤسسة محل الدراسة.

➤ **نتائج الدراسة:** توصل الباحثون إلى العديد من النتائج أهمها:

- يساهم المدير المالي لبنك الاستثمار السعودي في صناعة قرار الاستثمار، التمويل وتوزيع الأرباح من خلال تحليله للتقارير المالية المعدة ومدى تطورها بدلالة الزمن؛
- يستغل المدير المالي المعلومات المجمعة عن الوضعية المالية للمؤسسة بما فيها تقارير الأنشطة والتقارير المالية من اجل دراسة وتحليل ربحية المشروعات الاستثمارية بهدف اتخاذ قرارات التمويل والاستثمار المناسبة؛

➤ **نقد وتقييم الدراسة:** وضع الباحث استبياناً من اجل التحقق أو نفي الفرضيات التي وضعها مستندا في ذلك إلى المفاهيم النظرية، التي قدمها في الجانب النظري و المتعلقة بعملية صنع القرار المالي وعلاقته بالمدير المالي على مستوى شركة بنك الاستثمار السعودي، وذلك من خلال نموذج مفصل مكون من مجموع من الأسئلة الهادفة، وقد توصل من خلال ذلك إلى نتائج مهمة تساهم في إثراء البحث العلمي في موضوع صناعة القرارات المالية، وفتح المجال أمام الباحثين لمواصلة البحث وتطوير المعرفة، إلا أن الفجوة التي يجب أخذها بعين الاعتبار هي استخدام الاستبيان في الدراسات التطبيقية لتحديد العلاقة بين المتغيرات ومدى ارتباطها، فالقرارات المالية تحتاج في كل الأحوال إلى دراسة وتحليل كل المعطيات المتاحة من أجل اختيار البدائل المناسبة التي تتماشى مع استراتيجيات المؤسسة، لهذا فضلنا استخدام التحليل في دراستنا لبيان طبيعة العلاقة بين المتغيرات وقوتها في النموذج الذي اقترحناه وحتى نتوصل إلى نتائج أكثر دقة، منطقية و تماسكا.

3. دراسة مثنى ياسين وآخرون: مراحل نجاح القرارات الاستراتيجية وسبل زيادة فعاليتها في محافظة صلاح الدين - دراسة تحليلية لآراء عينة من المختصين في المجال الاستراتيجي، مجلة الدراسات الاقتصادية والتجارية المعاصرة، المجلد 5، العدد 1، جانفي 2022، الجزائر، ص ص: 534-551

➤ **الهدف من الدراسة** هدف الباحثون من خلال هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مراحل عملية اتخاذ القرارات الإستراتيجية في المنظمات وعلاقة هذه المراحل بتطوير وزيادة فاعلية القرارات المتخذة، تم اختبار عينة مكونة من 20 مختص في المجال الاستراتيجي، تم تحليل آرائهم لنفي أو تأكيد فرضية وجود علاقة بين مراحل عملية اتخاذ القرار الاستراتيجي وفاعلية هذه القرارات.

➤ **نتائج الدراسة:** توصل الباحثون إلى عدة نتائج أهمها:

- تحديد وضبط العناصر التي تمثل مراحل عملية صناعة القرارات الإستراتيجية في المنظمة؛
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل مرحلة من مراحل صناعة القرار الاستراتيجي في المؤسسة وفاعلية القرار الاستراتيجي؛

➤ **نقد وتقييم الدراسة:** استخدم الباحثون عينة مكونة من 20 مختصا في المجال الاستراتيجي، لدراسة وتحليل إجاباتهم على الاستبيان بعد تسليط الضوء على المفاهيم النظرية لعملية اتخاذ القرارات الإستراتيجية في المنظمات ومراحلها، وتوصل الباحثون إلى نتائج مفادها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل مرحلة من مراحل عملية اتخاذ القرار الاستراتيجي في المنظمة وفاعلية القرار، وهي نتائج هامة في مجال البحث العلمي، إلا أن القرار الاستراتيجي يتطلب دراسة كمية مبنية على مؤشرات وأرصدة تحتاج في غالب الأمر إلى التقارير والقوائم المالية، وهو النموذج الذي استخدمناه في دراستنا التي حاولنا فيها معرفة القرارات المالية المتخذة على مدى فترة الدراسة ومدى تأثيرها على التوازن المالي للشركات محل الدراسة، وذلك من خلال نقد وتقييم تلك القرارات بناء على شروط التوازن المالي التي يفرضها النموذج المستخدم.

ثانيا: الدراسات باللغة الأجنبية

1. دراسة **F.Chedotel et L. Pujol** : تأثير الهوية على الكفاءة الجماعية أثناء اتخاذ القرارات

الاستراتيجية - دراسة حالة لعينة من شركات التعاونية والمساهمة **SCOP**، مجلة مالية ومراقبة الاستراتيجية، العدد 02، 2012، جامعة Jean Moulin Lyon ، ص ص 1-15

➤ **الهدف من الدراسة** هدف الباحثان، من خلال هذه الدراسة، إلى فهم العلاقة ومدى تأثير هوية المدراء على كفاءة اتخاذ القرارات الإستراتيجية على مستوى عينة من شركات التعاونية والمساهمة التي يجوز فيها العمال الأجراء الأغلبية في أسهمها، والتي تنتج سلعا وخدمات تسوقها للمستهلك

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

نتائج الدراسة: توصل الباحثان إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة بين محتوى الهوية وكفاءة اتخاذ القرارات الإستراتيجية داخل شركات التعاونيات والمساهمة
- وجود علاقة بين الكفاءة الجماعية للمجلس الإداري أثناء اتخاذ القرارات الإستراتيجية والأداء الجماعي للمدراء المسييرين داخل شركات التعاونية والمساهمة.

نقد وتقييم الدراسة: وضع الباحثان نموذجا مكون من عينة تتكون من 57 مسير ينشطون داخل مجموعة من شركات التعاونيات والمساهمة، تم استجوابهم وفق استبيان معد من أجل معرفة آرائهم حول اتخاذ القرارات الإستراتيجية ومن يتخذها ومامدى تأثير هوية المجلس الإداري وكفاءته على أداء الشركة أثناء اتخاذ هذه القرارات الاستراتيجية، وقد توصل الباحثان إلى نتائج هامة تساهم في إثراء موضوع اتخاذ القرارات الاستراتيجية داخل المؤسسات الاقتصادية بشكل عام والشركات التي يملك العمال الأجراء فيها حصصا تحول لهم إدارتها بشكل خاص، وقد أسهم الباحثان، بشكل معتبر في البحث العلمي، بدارستهم من خلال إجراء الدراسة على عينة من مسيرين في شركات التعاونية والمساهمة التي يديرها مجلس إدارة مكون من عمال أجراء في نفس الشركات، وهذا ما ميز هذه الدراسة عن باقي الدراسات كون مجلس الإدارة المكون من العمال الأجراء هو المسؤول عن اتخاذ القرارات الإستراتيجية، أما في دراستنا التي حاولنا تقييم أهم القرارات المالية ذات البعد الاستراتيجي في الشركات محل الدراسة استنادا إلى الشروط التي يفرضها النموذج المستخدم لبلوغ التوازن المالي، بغض النظر عن هوية متخذ هذه القرارات.

2. دراسة **K. Souleymanou et autres**: جودة المعلومات المحاسبية والقرارات المالية في

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإفريقية الغير مدرجة في البورصة - دراسة حالة الكاميرون، مجلة آفاق وإدارة الأعمال، المجلد 4، العدد 33، 2016، ص ص 143-158

الهدف من الدراسة: الهدف من هذه الدراسة هو توضيح مدى تأثير والقرارات المالية المتخذة، سيما قرارات التمويل، بالبيانات المحاسبية وجودتها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإفريقية الغير مدرجة في البورصة، حالة الكاميرون.

نتائج الدراسة: توصلت الباحثون إلى النتائج التالية:

## واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

- تتخذ قرارات التمويل والاستثمار داخل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الكاميرون بناء على ما تقدمه القوائم المالية من معلومات حول النشاط الاقتصادي لهذه المؤسسات.

- تفيد القوائم المالية المستخدمة في تقديم معلومات كافية من أجل تحديد وضعية المؤسسات التي يتخذ على ضوءها القرار المالي، إلا أنها تتطلب كفاءة المدير المالي حتى تستغل استغلالا مناسباً.

**نقد وتقييم الدراسة:** استخدم الباحثون عينة تتكون من 78 شركة صغيرة ومتوسطة غير مدرجة في البورصة، تم استغلال البيانات المحاسبية الموجودة في قوائمهم المالية من أجل حساب مؤشرات السيولة (رأس المال العامل، السيولة العامة، السيولة الفورية، فائض خزينة الاستغلال والخزينة الصافية)، مؤشرات الأداء (رقم الأعمال، الهامش التجاري، القيمة المضافة، خزينة الاستغلال، والخزينة الصافية) ومؤشرات والمردودية ( الفائض الإجمالي للاستغلال، النتيجة الصافية)، إضافة إلى حساب مشتقات أخرى لم تحسب في القوائم المالية، ومدى تطور هذه المؤشرات والمشتقات على مدى 5 سنوات، توصل الباحثون إلى نتائج جد هامة مفادها أن هذه المؤشرات والمشتقات المحسوبة لها تأثير على اتخاذ قرار التمويل والاستثمار، حيث أسهمت هذه النتائج عموماً في إثراء موضوع استخدام المعلومات المحاسبية والقوائم المالية بشكل عام ومدى تأثيرها على قرارات التمويل والاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإفريقية، وبالرجوع إلى دراستنا أين استخدمنا جدولاً معيارياً شاملاً يحتوي على العديد من الأرصد التي تستخدم كمؤشرات اقتصادية و مالية ومؤشرات لأنشطة أخرى استثنائية، سيما الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال، كما يفرض الجدول قيوداً من أجل تحقيق التوازن المالي للمؤسسة، والتي استخدمناها كمعايير نقيم من خلالها أهم القرارات المالية ذات البعد الاستراتيجي، سيما التمويل الاستثمار وتوزيع الأرباح.

### 3. دراسة **L. Chalençon et A. Marion** : النمو الخارجي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الفرنسية: دور الحجم في القرارات المالية، المؤتمر الدولي السادس عشر CIFEPME: نحو أداء شامل ومستدام للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ليون، 2022.

**الهدف من الدراسة الهدف من هذا البحث هو دراسة و تحليل آثار حجم المؤسسات المستحوذة والمستهدفة، إضافة إلى حجم النمو الخارجي على القرارات المالية التي تتخذها الشركات الصغيرة والمتوسطة في**

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

فرنسا الغير المدرجة في البورصة و التي تحقق النمو الخارجي، التي عادة ما تلجأ إليه من أجل بلوغ الحجم المطلوب حتى تصنف في خانة الشركات الكبيرة وتستفيد من امتيازاتها.

نتائج الدراسة: توصل الباحثان إلى النتائج التالية:

- يعد النمو الخارجي بمثابة المحرك لتسريع نمو الشركات الصغيرة والمتوسطة في فرنسا؛
- كلما زاد الحجم النسبي للشركات الصغيرة والمتوسطة كلما زادت كثافة زيادة رأس المال، بينما تتناقص مع زيادة حجم الشركة المستحوذة، وهو ما يبرز دور الحجم في عملية اتخاذ القرارات المالية، كما اتضح أن بلوغ الحجم الحرج من أجل عملية الدمج أمر شديد الأهمية، حيث يصبح التمويل عن طريق المساهمين بديلا لزيادة رأس المال

نقد وتقييم الدراسة: استخدم الباحثان نموذجا مكون من عينة تتكون من 259 شركة صغيرة ومتوسطة الحجم، موزعة على النحو: 71 شركة صغيرة جدا، 128 شركة صغيرة و60 شركة متوسطة حسب القانون الفرنسي، قامت هذه الشركات باستثمارات كبيرة ، تزيد عن مليون أورو، في الفترة بين 2011 و2015 ، والمعروف في الأدبيات السابقة أن النمو الخارجي يقتصر على الشركات الكبيرة المدرجة في البورصة، إلا أن هذه الدراسة تعالج وضعية الشركات ص. م غير المدرجة في البورصة وتأثير الحجم على القرارات المالية المتخذة، حيث اتضح من خلالها أن حجم الشركة المستحوذة والمستهدفة يؤدي دورا هاما في عملية اتخاذ قرار الاستثمار (النمو) وطريقة تمويله، واستعان الباحثان بالقوائم المالية من أجل تحليل نمو رقم الأعمال للشركات محل الدراسة، فلهذه الدراسة إسهاما كبيرا في البحث العلمي في هذا المجال، حيث استخدم مؤشر رقم الأعمال ومجموع الميزانية (طريقة التحليل) من جهة وتحليل الانحدار لتحديد نوع العلاقة بين المتغيرات من جهة أخرى.

المطلب الثالث الدراسات ذات الصلة بالتسيير الاستراتيجي للخزينة واتخاذ القرارات المالية:

نعرض، في هذا الجزء، الدراسات التي أمكن الإطلاع عليها والتي لها علاقة بالخزينة ودورها في اتخاذ القرارات المالية بشكل عام، كون التسيير الاستراتيجي للخزينة ودوره في اتخاذ القرارات المالية، من المواضيع التي لم تداوله بعد.

أولاً: الدراسات باللغة العربية:

1. دراسة زهواني رضا وآخرون: دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 1، العدد 1، ديسمبر 2017، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، ص ص: 08-25.

📌 **الهدف من الدراسة:** هدفت الدراسة إلى قياس تحديد أهمية التشخيص المالي، كمتغير محوري يمثل الإدارة المالية، ودوره في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة .

📌 **نتائج الدراسة:** توصل الباحثون إلى العديد من النتائج أهمها:

- يعد التشخيص المالي الأسلوب الأكثر نجاعة في توفير المعلومات عن الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، من خلال استخدام مختلف أدوات التحليل التي تساهم في ترشيد القرارات المالية.
- تعتبر الإدارة العليا مكان صناعة القرارات المالية وذلك من خلال اعتمادها على التحليلات والخطط إضافة إلى مقترحات التمويل والاستثمار وتوزيع الأرباح،

**نقد وتقييم الدراسة:** استخدم الباحثون في دراستهم ما يعرف بالتحليل الوظيفي أو ما أسموه بمؤشرات التوازن المالي من أجل دراسة وتحليل الوضعية المالية لشركة ميناء الجزائر، وقد توصلوا إلى العديد من النتائج المهمة في البحث العلمي، على غرار دور التشخيص المالي في صناعة القرارات المالية ونتائج أخرى متعلقة بالوضعية المالية للشركة محل الدراسة على مدى سنوات الدراسة، في حين دراسة وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية لا يقتصر على التحليل الوظيفي بمفرده لأن هذا الأخير لا يعطي صورة واضحة عن الوضعية المالية للمؤسسة، سيما وقد حصر بلوغ المؤسسة التوازن المالي في كون رصيد الخزينة الصافية موجبا إضافة إلى رأس مال عاملي موجبا و أكبر من الاحتياج في رأس مال العامل الإجمالي الموجب بدوره، فهذا في حقيقة الأمر لا يعبر في بعض الحالات عن الوضعية المالية المرهبة للمؤسسة الاقتصادية، لأنه قد تتوفر شروط التوازن الوظيفي لدى مؤسسة تعاني من تباطؤ في أنشطتها والعكس صحيح، قد تكون الخزينة سالبة إلا أن المؤسسة في حالة نشاط كبير، إضافة إلى ذلك فالتحليل الوظيفي لم يقيد الوضعية المرهبة للمؤسسة بقيمة معينة لرصيد الخزينة، في حين تتحمل المؤسسة تكاليف الفرص البديلة (السيولة الزائدة)، فالخزينة لا يجب أن تكون في حالة عجز كما لا يجب أن تكون بها فائض كبير، إضافة إلى هذا، لا يمكننا التحليل الوظيفي من تحديد مكان الخلل بالضبط، لذلك وحتى تتضح الصورة عن وضعية المؤسسة وجب استخدام التحليل عن طريق جدول التدفقات الذي يبين

## واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

كيفية تكوين الرصيد النهائي للخزينة بالتفصيل، وحتى يعطي بعدا استراتيجيا لعملية التحليل يمكن للباحثين استخدام جدول التدفقات المالية متعدد السنوات الذي يعطي صورة أكثر شمولا عن الوضعية الحالية والمستقبلية للخزينة والمؤسسة ككل.

و فيما يتعلق بعملية صناعة القرارات المالية فقد اكتفى الباحثون بسرد المفاهيم النظرية التي لا تكفي لإيضاح طبيعة العلاقة مع التحليل المالي، أما في دراستنا، إضافة إلى المفاهيم النظرية، فقد استخدمنا شروط التوازن المالي التي يفرضها الجدول متعدد السنوات، و التي نعتبرها أكثر واقعية، كمعايير لتقييم القرارات المالية المتخذة من قبل أصحاب القرار على مدى سنوات الدراسة وأثرها على الوضعية المالية لكل شركة من الشركات محل الدراسة، حاولنا من خلال ذلك إبراز دور التشخيص المالي في اتخاذ القرارات المالية.

## 2. دراسة بلعباس ناي سيد أحمد ، تقنيات حساب و تسيير الخزينة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة

المقريزي للدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 2، العدد 1، البلدة، جوان 2018، ص ص: 85-117.

**الهدف من الدراسة** يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى إبراز علاقة القرارات المالية المناسبة بتسيير خزينة المؤسسة الاقتصادية، حيث تطرق بشكل عام إلى التقنيات الحديثة في تسيير الخزينة كأدوات لاتخاذ قرارات مالية مناسبة، مبرزا أهمية ذلك في تحقيق التوازن المالي للمؤسسة ككل وتجنب العديد من المشاكل المالية مثل العسر المالي، إضافة إلى التوظيف الأمثل للفوائض المالية المحققة.

### **نتائج الدراسة:** توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- الأساليب الفنية الحديثة في تسيير الخزينة لها دور في تحديد الوضعية المالية للمؤسسة ككل؛
- القرارات المالية الفعالة بعد معرفة وضعية الخزينة من شأنها أن تساعد في تفادي المخاطر المالية التي قد تواجهها المؤسسة الاقتصادية وتعزيز مركزها المالي؛
- الخزينة هي الصورة التي تترجم كل القرارات المالية و العمليات التي تمارسها للمؤسسة الاقتصادية.

**نقد وتقييم الدراسة:** تطرق الباحث للمفاهيم المتعلقة بتسيير الخزينة بشكل عام، حيث ركز على فعالية اتخاذ القرارات حسب وضعية الخزينة، كما أسهب في سرد الطرق الحديثة في تسيير الخزينة بشكل نظري، في حين لم نر أي أثر للأدوات المستخدمة في ذلك، على غرار جدول تدفقات الخزينة، النسب والمؤشرات المالية، التخطيط المالي وغيرها.

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

أما في دراستنا التي نحاول من خلالها إبراز دور التسيير الاستراتيجي للخزينة من خلال جداول التدفقات، كأداة فعالة لتحليل وتخطيط الخزينة ومنه اتخاذ القرارات المالية التي تتناسب واستراتيجيات المؤسسة ككل، مستغلين بذلك مزايا جدول التدفقات المالية متعدد السنوات في تحديد الوضعية المالية الحالية للمؤسسة والتنبؤ بالوضعية المستقبلية.

3. سليمان عبد الحكيم و يحياوي مفيدة: ترشيد القرارات الاستثمارية باستخدام جدولة سيولة الخزينة - دراسة حالة شركة الاسمنت عين توتة باتنة، مجلة آفاق علمية، المجلد 12، العدد 3، جويلية 2020، جامعة خيضر بسكرة، ص ص، 533-552.

➤ **الهدف من الدراسة:** هدفت هذه الدراسة إلى إبراز دور جدول تدفقات الخزينة في اتخاذ قرارات الاستثمار المناسبة في شركة الاسمنت بعين توتة بولاية باتنة، وذلك من خلال جملة المعلومات التي يوفرها جدول التدفقات ومدى تغيرها بدلالة الزمن.

➤ **نتائج الدراسة:** توصل الباحثان إلى العديد من النتائج أهمها:

- يعد جدول تدفقات الخزينة قائمة إضافية مكملة تساهم في تحديد الوضعية المالية للمؤسسة بصورة أكثر دقة وشمولية من خلال جملة المعلومات التي تتوفر عليها؛
- يساهم جدولة سيولة الخزينة في ترشيد القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية، وذلك بناء على وضعية خزينة الاستغلال والاستثمار والتمويل داخل المؤسسة الاقتصادية.

➤ **نقد وتقييم الدراسة:** ركز الباحثان في دراستهم على جدول تدفقات الخزينة ودور المحتوى المعلوماتي الذي يقدمه الجدول في دراسة وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، وعلى ضوء هذه الوضعية يمكن اتخاذ قرارات استثمارية مناسبة تحقق المؤسسة من خلالها أهدافها، فقد استخدم الباحثان في ذلك جدول تدفقات الخزينة الذي وضعه المشرع الجزائري كقائمة مالية إلزامية تقدمها كل مؤسسة اقتصادية عند نهاية كل سنة مالية، إضافة إلى ذلك أدرج الباحثان النسب المالية من أجل تحديد الوضعية المالية للشركة محل الدراسة بشكل أكثر دقة، وقد توصل الباحثان إلى نتائج هامة، من ضمنها معرفة الوضعية المالية للشركة، إضافة إلى تحديد أثر قرارات الاستثمار على تلك الوضعية على مدى ثلاث سنوات، فجدول تدفقات الخزينة المستخدم يوضح مصادر تلك التدفقات التي يمكن الاعتماد عليها في معرفة أسباب الاختلال، إلا أن نموذج المؤسسة المتعافية

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

الذي يقدمه الجدول المستخدم لا ينطبق بالضرورة على جميع المؤسسات، إضافة إلى هذا، فالنسب المستخدمة قد تكون مثالية لمؤسسة دون أخرى، في حين جدول التدفقات المالية متعدد السنوات الذي أستخدمناه يقدم نموذجاً شاملاً عن الوضع الاقتصادي والمالي للمؤسسة محل الدراسة، كما ينطوي على بعد استراتيجي يعطي صورة عن الوضعية المستقبلية للشركة.

ثانياً: الدراسات باللغة الأجنبية

1. دراسة **Henry Koulayom**، الخزينة ونمو تطوير المؤسسات الاقتصادية - دراسة لحالة لمجموعة من الشركات الفرنسية، جوان 1998، باريس.

الهدف من الدراسة يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى إبراز دور خزينة المؤسسة الاقتصادية في نمو وتطور هذه المؤسسات من خلال القرارات المالية المتخذة

نتائج الدراسة: توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- وجود تقارب بين نمو رصيد الخزينة (الرصيد المتاح) و مدى نمو وتطور المؤسسات الاقتصادية الفرنسية؛
- المؤسسات الاقتصادية التي تحتفظ بالنقدية في خزينتها تحقق أكثر التوازن المالي لأنها تعتمد على قدرتها الذاتية في تمويل أنشطتها العادية واستثماراتها المستقبلية، ولا تلجأ عادة إلى التمويل الخارجي عن طريق الاستدانة التي تصاحبها مخاطر زيادة التكاليف ومخاطر عدم القدرة على السداد؛
- تتخذ قرارات التمويل والاستثمار استناداً إلى ما تحققه المؤسسة من فائض في خزينتها.

نقد وتقييم الدراسة: استخدم الباحث عينة من المؤسسات الاقتصادية الفرنسية مختلفة النشاط ومتفاوتة الأحجام، مكونة من 9169 مؤسسة لا يقل رقم أعمالها عن 7 مليون فرنك فرنسي وعدد عمالها عن 10 عمال، مستغلاً قاعدة المعطيات لبنك فرنسا المركزي من أجل حساب مؤشرات التوازن المالي والاقتصادي على مدى سنوات الدراسة، توصل الباحث من خلالها إلى العديد من النتائج البارزة في هذا المجال، أهمها أن الخزينة هي مركز القرارات المالية، سيما قرار الاستثمار والتوسع وقرار التمويل، إضافة إلى أن المؤسسات الاقتصادية التي تحقق التوازن المالي هي نفسها المؤسسات التي تحتفظ بالسيولة في خزينتها، فحسب هذه الدراسة تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة مرتبط أساساً بالفوائض التي تحققها في خزينة الاستغلال، بمعنى فعالية نشاط الاستغلال، فقد ركز الباحث بشكل كبير على التحليل الساكن واعتمد بشكل خاص على الخزينة كمؤشر دال

واتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

عن وضعية المؤسسات محل الدراسة، في حين لم يحظ متغير اتخاذ القرارات المالية بالاهتمام المطلوب في هذه الدراسة، إذ كان بإمكان الباحث نقد وتقييم أهم القرارات المالية المتخذة وأثرها على الوضعية المالية للمؤسسات ومدى تطورها على مدى فترة الدراسة.

2. دراسة **P. Berneto et S. Ouvrard**، هل توجد علاقة بين المعلومة القطاعية وجدول تدفقات الخزينة- دراسة لحالة لمجموعة من الشركات المدرجة في بورصة أوروبا كاست، مجلة المحاسبة بلا حدود، ماي 2013، مونتريال، كندا؛

➤ **الهدف من الدراسة** هدف الباحثان من هذه الدراسة بحث العلاقة بين المعلومات القطاعية التي توفرها القوائم المالية (جدول تدفقات الخزينة) و الخيارات المالية ( قرار تمويل استثمار جديد) فيما يتعلق بالمنتج أو نموذج الأعمال للشركات المدرجة في البورصة

➤ **نتائج الدراسة:** توصل الباحثان إلى نتائج أهمها:

- المعلومات القطاعية التي توفرها القوائم المالية للمجمعات الفرنسية المدرجة في بورصة **Euro-Next** لا تحسن فهم نموذج الأعمال أو المنتج، بمعنى لاتعطي وصفا دقيقا للمنتج حتى يتم اتخاذ قرار الاستثمار والتمويل ومن عدمه، وبذلك فإن هذه المعلومات لا تأثر على الخيارات (القرارات) المالية لهذه الشركات فيما يتعلق بنموذج أعمالها الجديد؛

➤ **نقد وتقييم الدراسة:** قدم الباحثان نموذج مكون من عينة من المجمعات المدرجة في بورصة **Euro-Next** مكونة من 101 مجموع تنشط في مختلف القطاعات الاقتصادية على مدى 5 سنوات من 2005-2010، حاول من خلال تقاريرها المالية، وبالضبط جدول تدفقات الخزينة شرح العلاقة بين المعلومات التي يقدمها الجدول والخيارات المالية لنموذج أعمال هذه المجموعات، بمعنى مدى تأثير المعلومات التي تخص القطاع الذي ينشط فيه كل مجمع من المجمعات محل الدراسة، من خلال جدول تدفقات الخزينة للمجمعات، على قرار اختيار نموذج الأعمال (المنتج) الذي يقدمه كل مجمع، وقد توصل الباحثان إلى نتائج هامة يمكن الاعتماد عليها في البحوث المستقبلية في هذا المجال، مفادها لا وجود لعلاقة بين تلك المعلومات القطاعية وقرار اختيار وتمويل نموذج الأعمال المقدم، وتشترك هذه الدراسة مع دراستنا في استخدام الباحثان مؤشرات الخزينة بشكل عام وجدول التدفقات بشكل خاص كأداة للدراسة، ومدى تطور هذه المؤشرات على مدى خمسة سنوات.

## خلاصة الفصل

تطور مفهوم خزينة المؤسسة الاقتصادية بشكل متسارع في الآونة الأخيرة نظرا للأهمية التي أصبح يوليها المحللون والأخصائيون الماليون لهذا المجال، بالإضافة إلى الدور الحيوي الذي تلعبه بشكل عام، فبعدها ما كانت تعتبر ولفترة من الزمن بمثابة النافذة التي يتم من خلالها الإطلاع على القدرات المالية للمؤسسة الاقتصادية، أصبحت وفي ظرف وجيز بمثابة البوابة التي تنطلق منها جل القرارات، لاسيما تلك المتعلقة بالتوسع والنمو، قرارات التمويل بخاصة والقرارات الأخرى مهما كانت الأهداف المراد تحقيقها من وراء اتخاذها.

وقد أصبح غير كاف مجرد معاينة خزينة المؤسسة من أجل الحكم على الوضعية المالية للمؤسسة ككل، لذلك تم إدخال أدوات أكثر مرونة وفعالية من أجل متابعتها بشكل لحظي ومتابعة تطورها، أبرزها جدول تدفقات الخزينة الذي يبين بشكل عام مصادر التدفقات النقدية الداخلة والخارجة ومدى تطورها بدلالة الزمن، إلا أنه لا يعطي صورة واضحة عن الوضعية المالية للمؤسسة ككل، ويبقى في حاجة إلى قوائم مالية أخرى مثل جدول حساب النتائج والميزانية، إضافة إلى معلومات أخرى.

ويعتبر الجدول متعدد السنوات للتدفقات المالية النموذج الأمثل الذي يبين الوضعية الاقتصادية والمالية للمؤسسة ككل، كونه جدولاً معيارياً شاملاً لا يحتاج إلى مقارنة المؤشرات التي يوفرها بمؤشرات معيارية، إضافة إلى توفره على ميزة تعدد السنوات التي تبين اتجاه تطور تلك المؤشرات على مدى عدة سنوات، وبذلك يفسح المجال للمحلل المالي لتحليل الوضع المالي والاقتصادي للمؤسسة وإمكانية توقع الوضع المستقبلي وتخطيط الموضوع الاستراتيجي من خلال متابعة مؤشرات الخزينة ومدى تغييرها بدلالة الزمن.

وقد حاولنا، من خلال هذا الفصل، تسليط الضوء على المفاهيم النظرية لتسيير خزينة المؤسسة الاقتصادية بشكل استراتيجي ودور النموذج المقترح المتمثل في جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، كأداة فعالة في عملية التحليل والتخطيط الاستراتيجيين، نظرا لما يتوفر عليه من مزايا مقارنة بالجدول الأخرى، إضافة إلى شروط التوازن المالي التي يفرضها، والتي يمكن استغلالها كمعايير صارمة من أجل تقييم القرارات المالية المتخذة في الشركات الاقتصادية وكذا في عملية اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية، لاسيما قرارا التمويل، الاستثمار، توزيع الأرباح وتسيير عناصر الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال.

# الفصل الثاني

دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

بعد إتمام الجزء الأول من الدراسة المخصص للإطار النظري، أين قمنا بتسليط الضوء على المفاهيم النظرية ذات الصلة بالموضوع، سنحاول في هذا الجزء محاولة إسقاط الجانب النظري على الواقع العملي للدراسة من خلال معرفة دور جدول التدفقات المالية متعدد السنوات TPDF في إدارة خزانة المؤسسة الاقتصادية، وقد اخترنا عينة تتكون من ستة مؤسسات اقتصادية جزائرية والتي تنشط في مجالات اقتصادية مختلفة بين الصناعي، الخدماتي، وتتميز من حيث طبيعة ملكيتها بين خاصة وعامة، ومن حيث شكلها القانوني بين شركات مساهمة وأخرى ذات مسؤولية محدودة، كما تتميز من حيث السوق الذي تنشط فيه بين المحلي والوطني، إضافة إلى تمايزها من حيث الأداء.

سنحاول عرض هذه الدراسة التطبيقية في ثلاثة أجزاء على النحو التالي:

### المبحث الأول: الإطار التقديمي والمفاهيمي للدراسة

### المبحث الثاني: قراءة مالية للوضع المالي والاقتصادية للشركات محل الدراسة

### المبحث الثالث: تحليل ومناقشة النتائج

نسعى من خلال هذا الجزء من الدراسة إلى تقديم الجانب التعريفي والمفاهيمي لعينة الدراسة، المكونة من أربعة شركات اقتصادية مدرجة في البورصة الجزائرية، وقبل ذلك تقديم نموذجها افتراضيا لدراستنا ومتغيراتها كما يلي:

### المطلب الأول: نموذج الدراسة و متغيراتها:

من المهم جدا تحديد متغيرات الدراسة ثم توضيح نوع الروابط بين هذه المتغيرات كما سيأتي في النموذج الافتراضي.

أولا متغيرات الدراسة: نظرا لاتساع المفاهيم النظرية والتطبيقية للمتغيرات المستخدمة في دراستنا، ومن أجل تقديم صورة أكثر وضوحا عن الدراسة بشكل عام، ارتأينا إلى تقسيم هذه المتغيرات على النحو الآتي:

#### 1. متغيرات رئيسة في الدراسة: والتي تشمل:

1.1. المتغيرات المستقلة: حيث تشتمل دراستنا على متغير مستقل وحيد والمتمثل في "التسيير الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية"،

2.1. المتغيرات التابعة: تشتمل دراستنا على متغير تابع وحيد وهو "اتخاذ القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية"،

#### 2. متغيرات فرعية: تشمل متغيرات فرعية للمتغير المستقل، وأخرى فرعية للمتغير التابع وهي:

##### 1.2. متغيرات فرعية للمتغير المستقل: وهي:

- التحليل الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية، كمتغير فرعي أول للتسيير الاستراتيجي للخزينة؛
- التخطيط الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية كمتغير فرعي ثاني لمتغير التسيير الاستراتيجي للخزينة؛

##### 2.2. متغيرات فرعية للمتغير التابع: وهي:

- اتخاذ قرارات التمويل داخل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بشكل استراتيجي؛
- اتخاذ قرارات التمويل داخل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بشكل استراتيجي؛
- اتخاذ قرار توزيع الأرباح بشكل استراتيجي؛
- اتخاذ قرار تسيير عناصر الاستغلال بشكل استراتيجي.

#### 3. متغيرات متداخلة: بما أننا ركزنا، في دراستنا، على البعد الاستراتيجي لعملية تحليل وتخطيط خزينة المؤسسة

الاقتصادية باستخدام جدول التدفقات المالية متعدد السنوات TPF، كأداة لعملية التحليل والتخطيط الاستراتيجيين، والذي مثله متغير آخر يمكن تصنيفه ضمن المتغيرات المتداخلة أو المتداخلة، إضافة إلى متغير متدخل

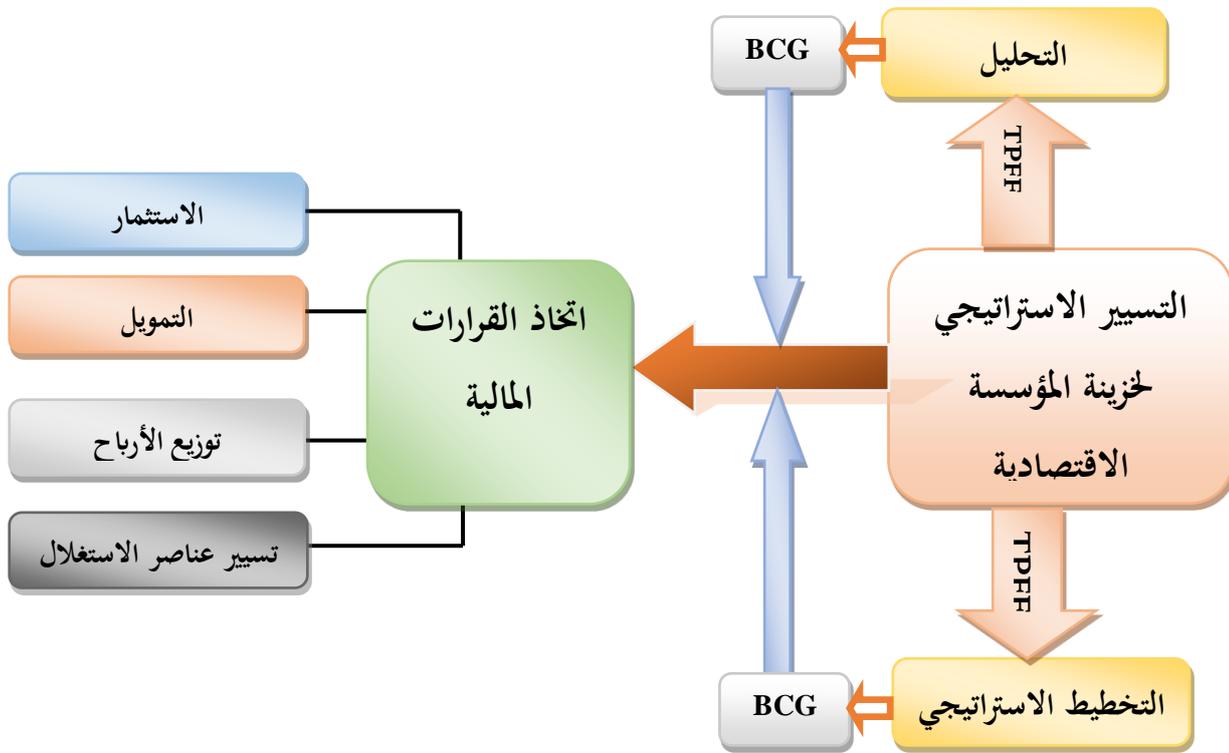
## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

آخر وهو مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية BCG، الذي يوضح الموضع الاستراتيجي للنشاط و الشركة في المصفوفة،

ثانيا نموذج الدراسة:

كما سبق وأن ذكرنا أنفا، نركز في دراستنا على إبراز العلاقة بين المتغيرين الرئيسيين وعلاقة المتغيرات الفرعية والمتداخلة كما هو موضح في النموذج الممثل بالشكل الموالي:

الشكل رقم: 16 يمثل نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث

يمثل الشكل أعلاه النموذج الافتراضي لدراستنا، والذي نبين من خلاله العلاقة بين متغيراتها، حيث يظهر النموذج تأثير التسيير الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية في عملية اتخاذ القرارات المالية المتمثلة أساسا في قرارات الاستثمار، التمويل، توزيع الأرباح وتسيير عناصر الاستغلال، كما يبين دور الجدول المتعدد السنوات للتدفقات المالية TPFF، في تحليل وتخطيط خزينة المؤسسة الاقتصادية، إضافة إلى تحديد وتخطيط الموضع الاستراتيجي للمؤسسة ككل.

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

### المطلب الثاني: تقديم مجتمع وعينة الدراسة:

أولا تقديم البورصة الجزائرية:<sup>1</sup> أو سوق التداول وهو المكان الذي يتم على مستواه بيع وشراء الأوراق المالية بين العملاء الاقتصاديين من خلال عمليات الاكتتاب وفق القوانين المعمول بها.

#### 1. مفهوم شركة تسيير بورصة القيم (SGBV) :

أ. التعريف بالشركة هي شركة مساهمة، أو شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485,200,000.00 دج، يوجد مقرها بالجزائر العاصمة بالضبط في 27 شارع العقيد عميروش، حيث تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 في ماي 1993 وبدأت أنشطتها الفعلية في ماي 1997، تعد الشركة تنظيما مضبوطا يسهر على إدارة وتنسيق عمليات البورصة وتقديم الدعم للوسطاء الاحترافيين من أجل ضمان تنفيذ المعاملات وفق القوانين واللوائح المعمول بها. وقد أقدمت الشركة على العديد من الإجراءات منذ نشأتها، أبرزها تهيئة البنية التحتية و إيجاد التقنيات اللازمة من أجل تنفيذ المعاملات على الأوراق المالية المدرجة في البورصة وتنظيم التداول بشكل عام.

#### ب. خصائص الشركة: من أهم خصائص الشركة أنها:

- شركة مساهمة أو شركة ذات أسهم يمتلك فيها المساهمون حصصا من الأسهم؛
- تقدم الشركة خدمات للمتعاملين والمتداولين مقابل أتعاب في شكل نسب من كل معاملة، فهي بذلك شركة خدماتية؛
- نشاط الشركة الاستغلالي هو تنظيم تداول الأوراق المالية والأصول المنقولة بصفة عامة وفق القانون الأساسي المعمول به.

#### 2. مؤسسو الشركة والمساهمين فيها:

##### 1.2 المؤسسون: وهم الأعضاء

##### أ. البنوك الوطنية

- بنك التنمية المحلية BDL؛
- البنك الخارجي الجزائري BEA؛
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR؛
- القرض الشعبي الجزائري CPA؛
- البنك الوطني الجزائري BNA؛

<sup>1</sup> <https://www.sgbv.dz>, le 23/09/2023 à 06 :00.

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

– الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque.

ب. المؤسسات المالية:

– الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR؛

– الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR؛

– الشركة الجزائرية للتأمين SAA؛

– الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT؛

– الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA.

ت. البنوك الخاصة:

– يونيون بنك UB

**2.2 المساهمون في الشركة :** وهم المتعاملين الاقتصادية أو المستثمرين الذين اشتروا حصصا من أسهم الشركة، إضافة

إلى الشركات المؤسسة التي ذكرت سابقا، هناك:

– BNP PARISBAS

– Societé Générale Algérie

– Tell Markets

– البركة بنك الجزائر Al Baraka Banque Algérie

– السلام بنك للجزائر Al Salam Bank Algeria

**3. مهام الشركة:** تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالمهام التالية :

– إدارة و تنظيم عمليات الإدراج والتداول في بورصة ؛

– تنظيم حصص التداول في البورصة وتسيير عملية التسعير والتداول؛

– الحرص على نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة لحظة وإصدار النشرات الرسمية للتسعيرة، وتتم أنشطة

الشركة تحت اشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB.

ثانيا تقديم الشركات محل الدراسة:

تتكون العينة المختارة للدراسة من أربعة شركات تنشط في قطاعات مختلفة، هي قطاع السياحة ، الخدمات

الفندقية وقطاع الانتاج الصيدلاني والشبه صيدلاني

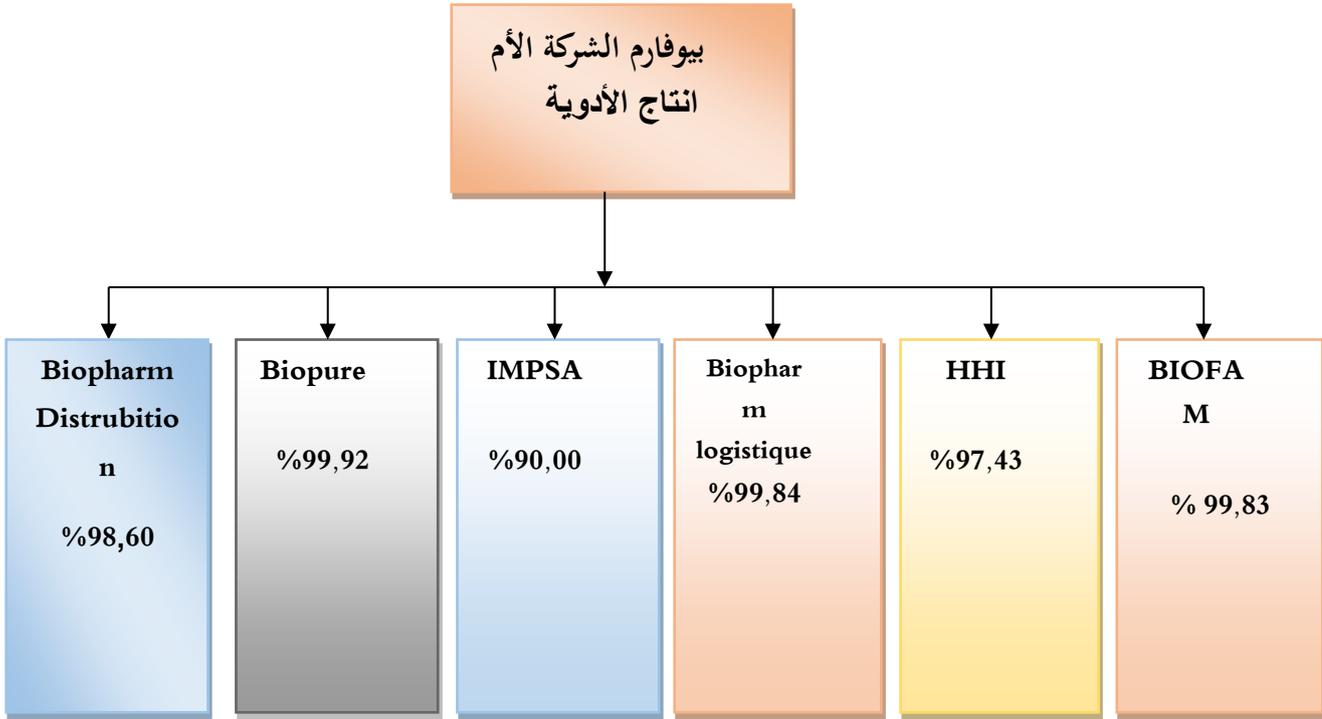
1. شركة بيوفارم لإنتاج المواد الصيدلانية:<sup>1</sup>

- 1.1 نشأة وتطور الشركة: هي شركة مساهمة في شكلها القانوني برأس مال قدره: 51.043.750,00 دج، تأسست الشركة سنة 1991 من قبل عبد المجيد كرار، مختصة في إنتاج وتصنيع الأدوية وتوزيعها، مرت بالعديد من المحطات التي أحدثت فيه تغيرات، أبرزها:
- في سنة 2005، أعطيت الإشارة للوحدة الانتاجية الواقعة بالمنطقة الصناعية واد السمار بالجزائر العاصمة لبداية الانتاج، بطاقة سنوية تقدر بـ 50 مليون وحدة، نشاطها الرئيس انتاج المستحضرات الصيدلانية التي تدخل في انتاج جرعات الأدوية بشكلها الجاف، السائل والعجين.
  - في سنة 2008، تحصلت الشركة على شهادة معيار ISO 9001 من معايير الجودة الشاملة، نتيجة لجهودها في تحسين وتطوير منتجاتها.
  - في سنة 2012، حازت الشركة على المرتبة الخامسة إفريقيا لأحسن الشركات المنتجة للأدوية في قارة إفريقيا.
  - في سنة 2013، فتحت الشركة المجال للشراكة الدولية مع وكالة التنمية الألمانية Deg، والشركاء الدوليين للتنمية Dpi، وعاصمة البحر الأبيض المتوسط؛
  - في 2014 تم تحديد شهادة Iso 9001 للجودة،
  - في سنة 2016، إدراج اسم الشركة في البورصة الجزائرية بعد استيفاء الشروط القانونية للإدراج وهي نفس السنة التي اشترت فيها شركة سيفيتال 5% من مجموع أسهمها؛
  - في سنة 2018، تم اطلاق منتوجين جديدين واحد مع مجموعة المستحضرات الجلدية Nutribio، والآخر مع مجموعة المكملات الغذائية Oze؛
  - في سنة 2019 أصبحت الشركة عضوا في مجلس إدارة مركز الأبحاث الصيدلانية CRSP، الواقع بمدينة قسنطينة والذي تشرف عليه وزارة التعليم العالي والبحث العلمي؛
- و يمتلك الجمع رؤية استراتيجية، حيث يطمح إلى زيادة الحصة السوقية وبلوغ موضعا استراتيجيا هاما على المستوى الإقليمي والدولي، وذلك من خلال جملة القرارات المتخذة والمتعلقة بالبحث والتطوير، الاستثمار و تمويل الابتكارات والأفكار الإبداعية وغيرها.

<sup>1</sup> تقرير مجلس الإدارة لسنة 2019، مستخرج من الموقع: <https://www.sgbv.dz>، في 13.08.2023 على الساعة 12:34

2.1 الهيكل القانوني للشركة: تتكون الشركة من عدة وحدات موزعة كما في الشكل الموالي:

الشكل رقم 17 يمثل الهيكل القانوني لشركة بيوفارم



المصدر: إيمان نايلي داودة وبشير كشرودة: أهمية الموارد غير الملموسة في رفع قيمة المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مجمع بيوفارم خلال الفترة الممتدة من 2014-2019، مجلة التنمية للاستشراف للبحوث والدراسات، العدد 2، مجلد 7، ديسمبر 2022، ص ص:

216-235

ولكل وحدة من الوحدات المذكورة في الشكل أعلاه نشاط رئيسي كمايلي:

➤ **Biofam**: المختصة في صناعة الأدوية

➤ **Human Health Information**: المتخصصة في الترويج والدعاية للمنتجات؛

➤ **Biopharm logistique**: المتخصصة في تسيير الإمدادات من مواد أولية وطاقة للإنتاج؛

➤ **IMPSA et Biopure**: المسؤولتين عن توزيع المنتجات على الصيدليات؛

➤ **Biopharm distribution**: المختصة في استيراد الأدوية وتوزيعها على نقاط الجملة.

3.1 توزيع رأس المال الاجتماعي للشركة: كما ذكر سابقا تتكون الشركة الأم من مجموعة من الشركات تملك

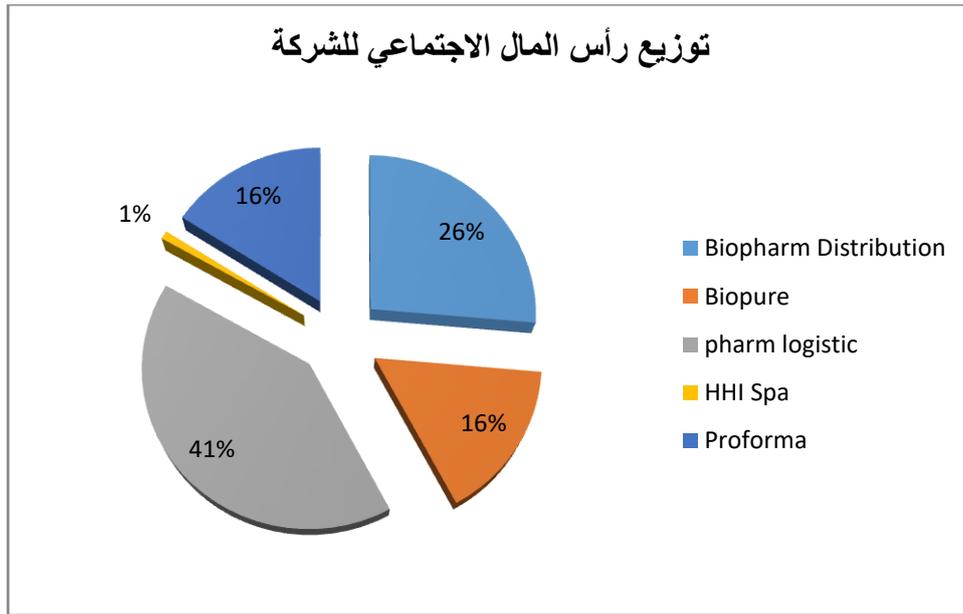
نفس الشكل القانوني، وكل شركة لها رأس مالها الاجتماعي كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم: 09 يمثل توزيع رأس المال الاجتماعي لشركة بيوفارم حسب الوحدات

نسبة امتلاك الأسهم		رأس المال (م.دج)	الوحدة
آخرون	الشركة الأم		
1,48	98,52	500	Biopharm Distribution
0,1	99,9	300	Biopure
0,19	99,81	777,6	Biopharm logistic
2,57	97,43	16	HHI Spa
1,09	98,91	302,4	Proforma
<b>1896</b>			<b>المجموع</b>

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقرير الإداري لسنة 2015

الشكل رقم 18 يمثل توزيع رأس مال شركة بيوفارم

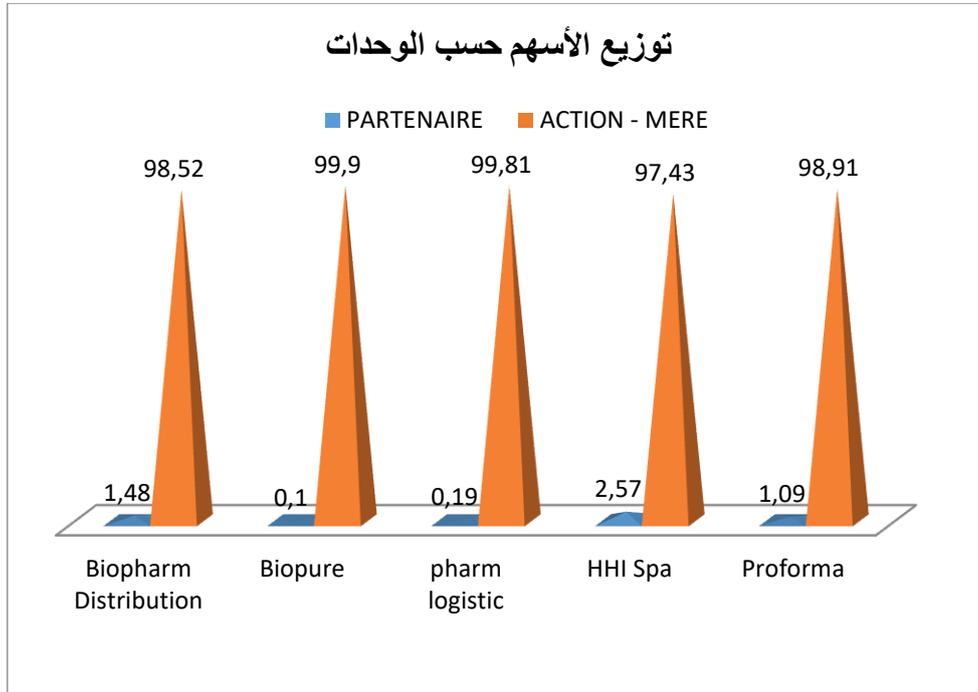


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel

يبين الشكل أعلاه توزيع رأس المال الاجتماعي للشركة الأم، حيث تمثل كل نسبة في الدائرة قسط رأس مال كل

شركة فرعية في رأس مال الشركة الأم.

الشكل رقم: 19 يمثل توزيع الأسهم لشركة بيوفارم حسب الوحدات



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Exel

و يبين الشكل أعلاه توزيع أسهم شركة بيوفارم، التي تمتلك فيها الشركة الأم في الوحدات أو الشركات الفرعية الأغلبية الساحقة حيث تقدر بـ: 98,52 % في Biopharm Distribution بينما يتلك آخرون نسبة 1,48 % في نفس الوحدة، وتمتلك نسبة 99,90 % بينما 0,1 % للخواص في Biopure، وتمتلك الشركة الأم مانسبته 99,81 % في Biopharm logistic، بينما 0,19 % للخواص، وتمتلك كذلك نسبة 97,43 % من HHI Spa بينما 2,57 % للخواص، وتمتلك في Proforma مانسبته 98,91 % والباقي للخواص.

## 2. شركة صيدال للانتاج الصيدلاني:<sup>1</sup>

يعتبر مجمع صيدال أحد أهم المكاسب الوطنية التي يعول عليها الاقتصاد الجزائري في تحقيق الاكتفاء الذاتي في قطاع الانتاج الصيدلاني، نظرا لما يقدمه المجمع للسوق المحلية والخارجية من منتجات صيدلانية وشبه صيدلانية.

### 1.2 نشأة وتطور الشركة:

مجمع صيدال هو شركة مساهمة برأسمال قدره 2.500.000.000 دج، تمتلك الدولة 80% من حصصه و20%

المتبقية تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة للمستثمرين من المؤسسات والأشخاص.

<sup>1</sup> تقرير مجلس الإدارة: مستخرج من الموقع: <http://www.sgbv.dz/>، يوم 12.09.2023 على الساعة 9:44

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

ويتمثل نشاطها في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري، وقد شهدت الشركة عدة محطات في دورة حياتها نذكر منها ما يلي:

- نشأت صيدال في سنة 1982 بعد إصلاحات شملت إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، حيث استفادت في هذا الإطار، من تأميم مصانع الحراش والدار البيضاء وجسر قسنطينة؛
- في سنة 1988 و ضمن نفس الإصلاحات، ضمت مركب المضادات الحيوية للمدية؛
- في سنة 1989 واستكمالا لتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية ذاتها، تحولت صيدال إلى مؤسسة عمومية اقتصادية، تمهيدا لخصوصتها؛
- في سنة 1997، تحولت الشركة إلى مجمع صناعي يضم ثلاثة فروع هي فارمال، أنتيبوتيكال وبيوتيك.
- في سنة 2009، أقدمت الشركة الأم على رفع حصتها في رأسمال سوميدال إلى حدود 59%.
- في سنة 2010، استحوذ المجمع على 20% من رأسمال شركة إيبيرال، كما رفع من حصته في رأسمال شركة "تافكو" من 38.75 % إلى 44.51 %.
- في سنة 2011، رفع المجمع حصته في رأسمال إيبيرال إلى حدود 60 %.
- في جانفي 2014، شرع المجمع في إدماج فروع، أنتيبوتيكال، فارمال وبيوتيك، عن طريق الامتصاص؛

الشكل رقم: 20 الهيكل التنظيمي لشركة صيدال



المصدر: حدادو نبيلة: ممارسة المسؤولية الاجتماعية في المؤسسة الجزائرية - مجمع صيدال، المجلة الجزائرية للعلوم

الاجتماعية، العدد 2، مجلد 8، 2020، ص ص: 481-500

3.2 توزيع رأس مال الاجتماعي للشركة الأم: كما ذكر سابقا تتكون الشركة الأم من مجموعة من الشركات تملك

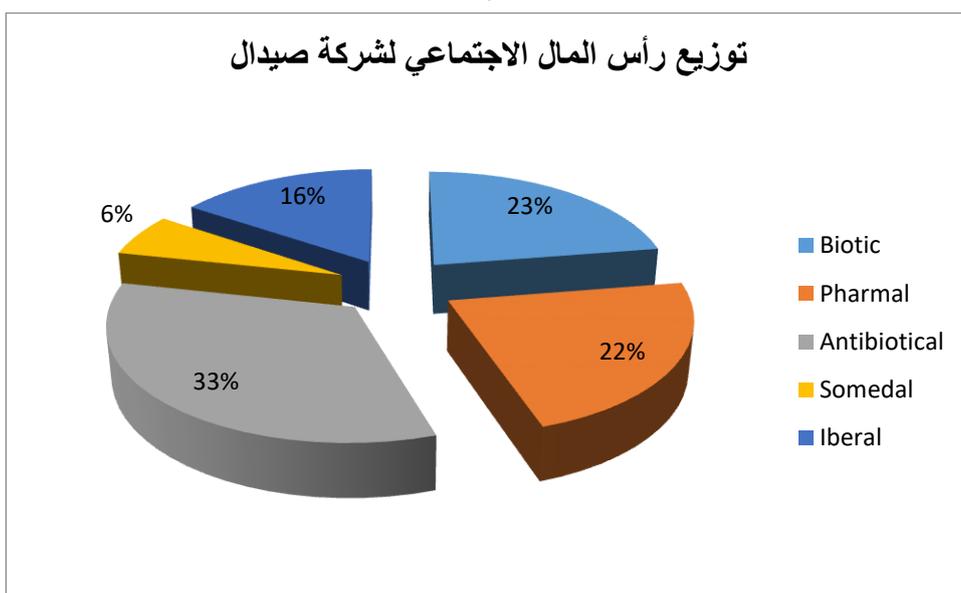
نفس الشكل القانوني، وكل شركة لها رأس مالها الاجتماعي كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم: 10 يمثل توزيع رأس المال الاجتماعي لشركة صيدال حسب الوحدات

نسبة امتلاك الأسهم %		رأس المال (م.دج)	الوحدة
الشركة الأم	آخر		
100	0	800	Biotic
100	0	800	Pharmal
100	0	1187	Antibiotical
60	40	217	Somedal
59	41	553	Iberal
3557			المجموع

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقرير الإداري لسنة 2012

الشكل رقم 21 يمثل توزيع رأس مال شركة صيدال

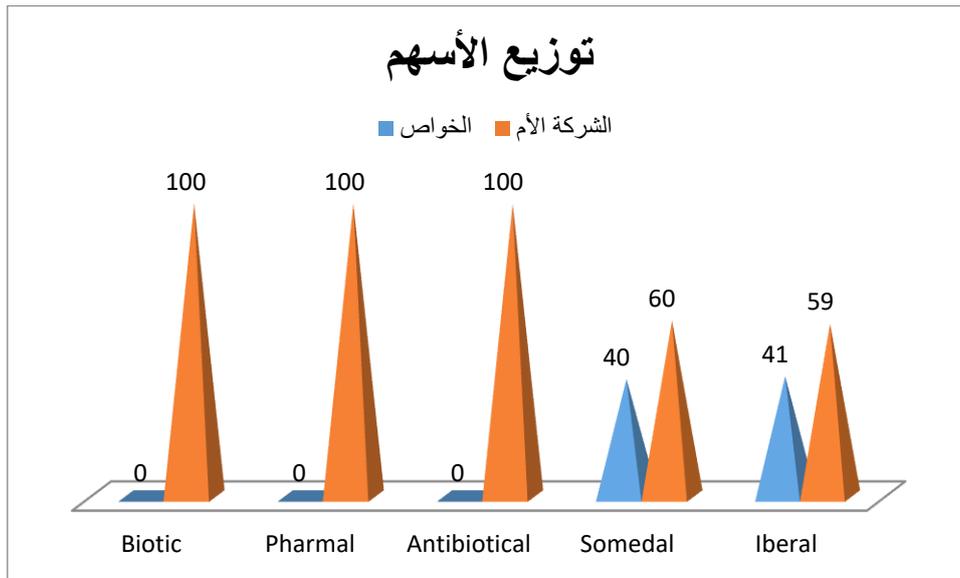


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Exel

يبين الشكل أعلاه توزيع رأس المال الاجتماعي للشركة الأم، حيث تمثل كل نسبة في الدائرة قسط رأس مال كل

شركة فرعية في رأس مال الشركة الأم.

الشكل رقم: 22 يمثل توزيع الأسهم لشركة صيدال حسب الوحدات



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Exel

و يبين الشكل أعلاه توزيع أسهم شركة صيدال حسب الوحدات ، التي تمتلك فيها الشركة الأم في الوحدات أو

الشركات الفرعية الأغلبية الساحقة حيث تقدر ب: 100 % في Biotic، وتمتلك الشركة الأم نسبة 100 % في Antibiotical، وتمتلك كذلك نسبة 60,00 % من Somedal بينما 40,00 % للخواص، وتمتلك في Iberal مانسبته 59,00 % والباقي للخواص.

### 3. شركة سلسلة الأوراسي للفندقة:

تعد سلسلة الأوراسي للفندقة من أبرز المكاسب الوطنية التي تعتمد عليها الدولة في القطاع السياحي خصوصا التظاهرات الرياضية القارية والعالمية التي تصب في فائدة القطاع نفسه، لذلك يعتبره بعض المنظرين الاقتصاديين من البدائل الاستراتيجية لقطاع المحروقات<sup>1</sup>.

#### 1.3 نشأة الشركة وتطورها: <sup>2</sup>يقع فندق الأوراسي الجزائري ذو خمسة نجوم في وسط العاصمة الجزائر، على بُعد 15

كيلومتراً من مطار هواري بومدين الدولي، حيث تديره مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، وهي شركة ذات أسهم برأس مال اجتماعي قدره 1.5 مليار دج، ما يعادل 6 ملايين سهم بقيمة اسمية مقدرة بـ 250 دج للسهم، تهدف الشركة إلى توسيع نطاق خدماتها من خلال تطويرها والتوسع في إنشاء فنادق أخرى في مواقع استراتيجية وتحسين الخدمات المقدمة باستمرار، وفيما يلي نستعرض أبرز المحطات في دورة حياة هذه الشركة:

<sup>1</sup><http://www.aurassi.dz>, le 04/10/2022 à 14:32

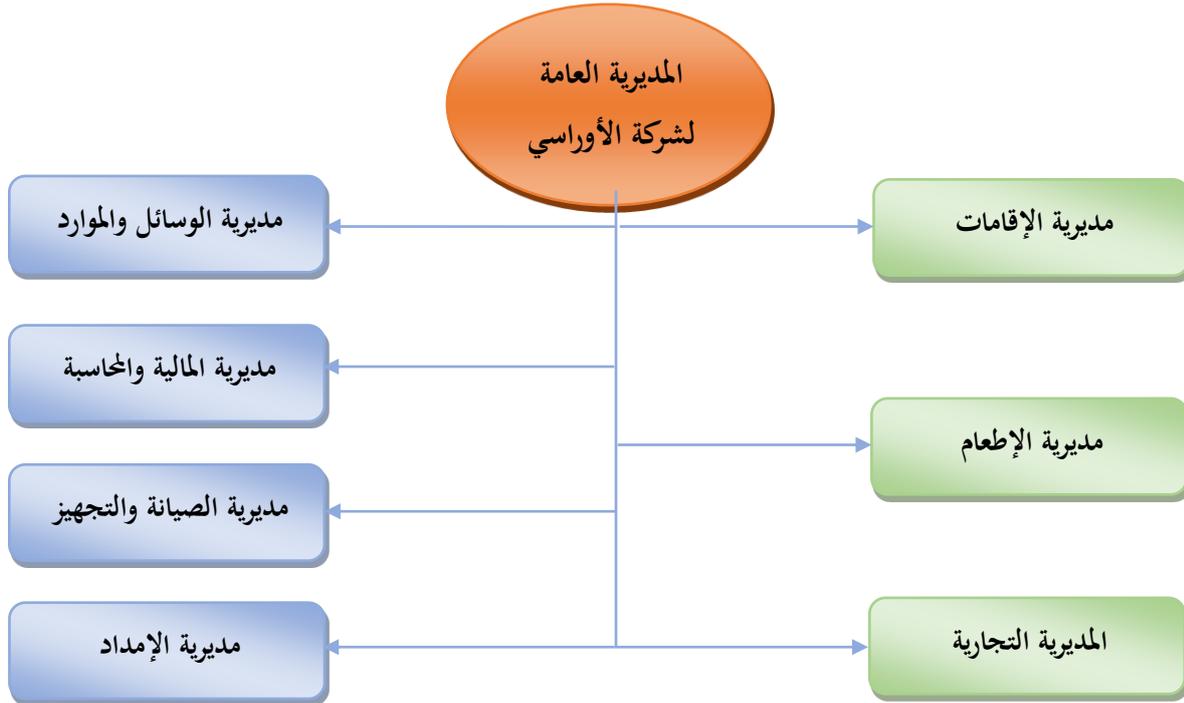
<sup>2</sup><http://www.sgbv.dz>, le 04/10/2022 à 12:56

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

- بداية نشاط الفندق كانت في 2 ماي 1975 تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة بواسطة الشركة الوطنية للسياحة والفندقة "SONATOUR" حتى 1977، وبعدها أسند تسييره إلى الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة "ALTOUR" حتى سنة 1979، ثم بواسطة الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات حتى عام 1983؛
- في عام 1983، خضعت الشركة إلى إصلاحات و إعادة الهيكلة، تم تحويله على إثرها، بموجب المرسوم رقم 83-226 الصادر في 2 أبريل 1983، إلى مؤسسة اشتراكية.
- في 12 فيفري 1991، وتمهيدا لإجراءات الخوصصة تم تعديل شكله القانوني ليصبح شركة ذات أسهم، حيث تم رفع رأس ماله إلى 40 مليون دينار جزائري، إضافة إلى تغيير اسمه إلى "مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي"؛
- في عام 1995، أسند الفندق إلى الشركة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بإدارة الأموال التجارية التابعة للدولة، حيث أصبحت الشركة هي المساهم الوحيد فيه.
- في جوان 1999، تم بيع 20٪ من رأس مال مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي عن طريق الاكتتاب العام أي ما يعادل 480 مليون دينار جزائري؛
- وفي 14 فيفري 2000، أدرج سند رأس مال شركة التسيير الفندقي الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية بقيمة 400 دينار جزائري؛

### 2.3 الهيكل التنظيمي لشركة الأوراسي: كما هو مبين في الشكل أدناه

الشكل رقم: 23 يمثل الهيكل التنظيمي لشركة الأوراسي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقرير مجلس الإدارة لسنة 2021

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

تعنى كل مديرية من هاته المديريات بنشاط التسيير الخاص بها، مثل مديرية الإقامات التي تعنى بإدارة الغرف، عاملات التنظيف، الاستقبال وغيرها، ومديرية المالية والمحاسبة المعنية بقيد العمليات اليومية وإعداد التقارير المالية، وكل هذه الأنشطة تعد أنشطة فرعية بالنسبة للمديرية العامة للشركة، بينما أبرز ما يمكن ملاحظته هو الطابع العمومي الذي يظهر في الشركة من خلال هيكلها التنظيمي الذي يتميز في الغالب بمركزية القرارات كما هو مبين في الشكل أعلاه.

### 3.3 توزيع رأس مال الاجتماعي للشركة الأم: كما ذكر سابقا تتكون الشركة الأم من مجموعة من الشركات تملك

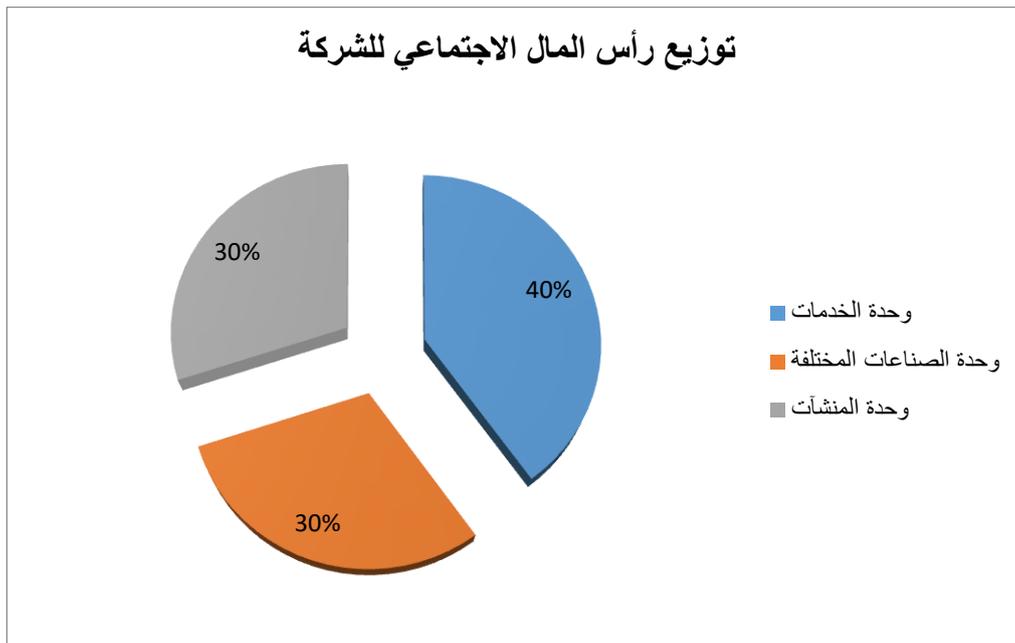
نفس الشكل القانوني، وكل شركة لها رأس مالها الاجتماعي كما هو مبين في الجدول التالي:

#### جدول رقم: 11 يمثل توزيع رأس المال الاجتماعي لشركة الأوراسي

نسبة امتلاك الأسهم		رأس المال (م.دج)	الوحدة
القطاع الخاص	القطاع العام		
20%	80%	600	وحدة خدمات
20%	80%	450	وحدة صناعات مختلفة
20%	80%	450	وحدة منشآت
1500			المجموع

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقرير الإداري لسنة 2019

#### الشكل رقم 24 يمثل توزيع رأس مال شركة الأوراسي



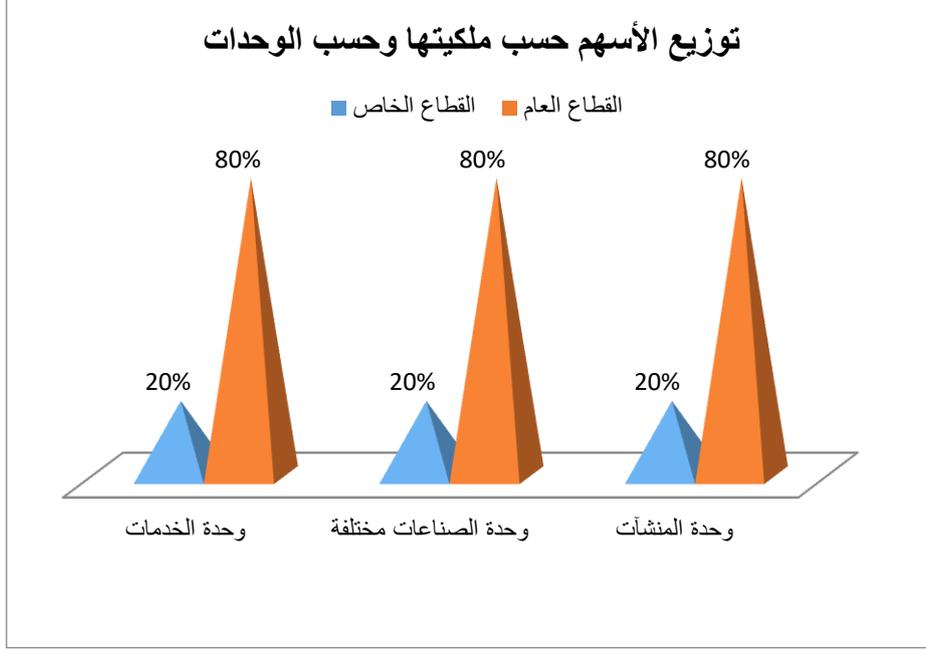
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

يبين الشكل أعلاه توزيع رأس المال الاجتماعي للشركة الأم، حيث تمثل كل نسبة في الدائرة النسبية قسط رأس

مال كل وحدة فرعية في رأس مال الشركة الأم.

الشكل رقم: 25 يمثل توزيع الأسهم لشركة الأوراسي حسب الوحدات وحسب ملكيتها



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Exel

و يبين الشكل أعلاه توزيع أسهم شركة الأوراسي حسب الوحدات وحسب ملكية الأسهم، حيث يغلب الطابع

العمومي على ملكية الأسهم بما أن الشركة تمتلك الدولة فيها 80% من رأس مالها الاجتماعي، بينما يمتلك الخواص 20% في كل وحدة، وهو ما يتيح المجال لإبقاء إدارة الشركة تحت تصرف الدولة حسب المشرع الجزائري، إضافة إلى كونها تمثل مكسبا استراتيجيا للاقتصاد الوطني، وسنلاحظ من خلال دراستنا وتحليلنا للقوائم المالية لمسة القطاع العام في إدارة الشركة إضافة إلى تدخل الدولة بإعانات أو تمويل طويل في حالة حدوث مشاكل مالية واقتصادية.

### 4. شركة AOM للاستثمار:

**1.4 نشأة وتطور الشركة:** هي شركة من صنف الشركات الصغيرة والمتوسطة حديثة النشأة و ذات رأس مال مختلط

بين القطاعين العام والخاص، متخصصة في مجال الدراسات وتطوير استغلال المشاريع السياحية، حيث تأسست عام 2016 من قبل السيد هشام عطار، رائد أعمال طموح، وتم إدراجها في البورصة خلال عام 2018 وذلك بعد استيفائها

لشروط الإدراج<sup>1</sup>، أما عن أبرز محطات الشركة نلخصها فيما يلي:

<sup>1</sup> <https://aom-invest.com>, le 12/08/2023 à 13: 50.

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

— تأسست الشركة في 4 جويلية 2011 من طرف السيد عطار هشام بشكلها القانوني الشركة ذات الشخص الوحيد **EURLTHERMAL AQUA SIRENCE**، برأس مال قدره 100.000 دج مقسم إلى 100 حصة اجتماعية بقيمة 1000 دج للحصة الواحدة؛

— في 7 جوان 2012، تم رفع رأس المال إلى 62,93 مليون دج مقسمة إلى 62930 حصة لقيمة 1000 دج للحصة الواحدة مع إدراج الشريك فندق **Hôtel les Palmiers** المتواجد بمنطقة بوحنيقية بمعسكر؛

— في 4 أوت 2013 تحولت الشركة من الشكل القانوني شركة الشخص الوحيد إلى شركة ذات مسؤولية محدودة **SARLTHERMAL AQUA SIRENCE**، مع رفع رأس مال الشركة إلى 112,93 مليون دج وإدخال البنك الوطني الجزائري **BNA** كشريك؛

— في 19 أبريل 2016 تنازل مؤسس الشركة السيد هشام عطار إلى مجموعة من الخواص عن 100 حصة، وتم تحويل الشركة إلى شركة ذات أسهم **SPA** برأس مال اجتماعي مقدر بـ: 115,93 مليون دج، مع تغيير الاسم إلى **AOM Invest SPA**.<sup>1</sup>

وعن أبرز ما يميز الشركة، هو كونها من الشركات الناشئة التي عادة ما تتميز بالمرونة وسرعة النمو، وهو ما يمكن التحقق منه من خلال آدائها المالي وضعيتها في الدراسة التطبيقية، إضافة إلى رسالتها التي تشمل أهدافا استراتيجية نذكر منها:

✓ تهدف الشركة، من خلال مشاريعها الاستثمارية، إلى تطوير سياحة الحمامات المعدنية والترفيهية، تحديد وتحديث المنتجعات الصحية لتطوير الوجهة السياحية في الجزائر في إطار مبادرات بعث الاقتصاد الأخضر والتنمية المستدامة؛

✓ تتخذ الشركة المركز العالمي للتميز كشريك استراتيجي من أجل مرافقة وتطوير المشروعات السياحية وجعلها أكثر تميزا وجاذبية على المستوى المحلي والإقليمي؛  
كما يميز الشركة:

✓ قيمة رأس المال الشركة الاجتماعي 112.930.000 دج، بعدد أسهم عادية قدره: 1.129.300 سهم؛

✓ حصة الشركاء المؤسستين هي 10% من إجمالي رأس المال؛

✓ الشركة هي الأولى من نوعها التي تدرج في البورصة الجزائرية كونها من صنف الشركات الصغيرة والمتوسطة؛

<sup>1</sup> تقرير مجلس الإدارة لسنة 2018 <https://www.sgbv.dz> ، يوم 2023.09.12 على الساعة 12:55

2.4 الهيكل القانوني للشركة: تضم الشركة سبعة وحدات تعمل وفق القانون الأساسي للشركة الأم كما هو مبين في الشكل الموالي:

الشكل رقم: 26 يمثل الهيكل التنظيمي لشركة AOM Invest



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على تقرير مجلس الإدارة لسنة 2021

تعمل هذه الوحدات بشكل مستقل وفق قرارات مجلس الإدارة لشركة AOM Invest، وتختص كل وحدة بمجال محدد كما يلي:

- وحدة الدراسة والتدريب: المختصة في إعداد تقارير دراسات الجدوى عن الاستثمارات الجديدة للشركة الأم أو للزبائن من خارج الشركة، كما تشمل على أقسام لتدريب العمال والخبراء حسب الحاجة؛
- وحدة التنمية والتطوير: مختصة في ترقية استثمارات الشركة الأم من خلال تطوير ملف الشراكات مع الشركاء الخارجيين؛
- وحدة البناء: المختصة في تسيير الموارد بشتى أشكالها بهدف استغلالها استغلالا أمثلا تحقق الشركة من خلاله أقصى حد من التطلعات الاقتصادية؛

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

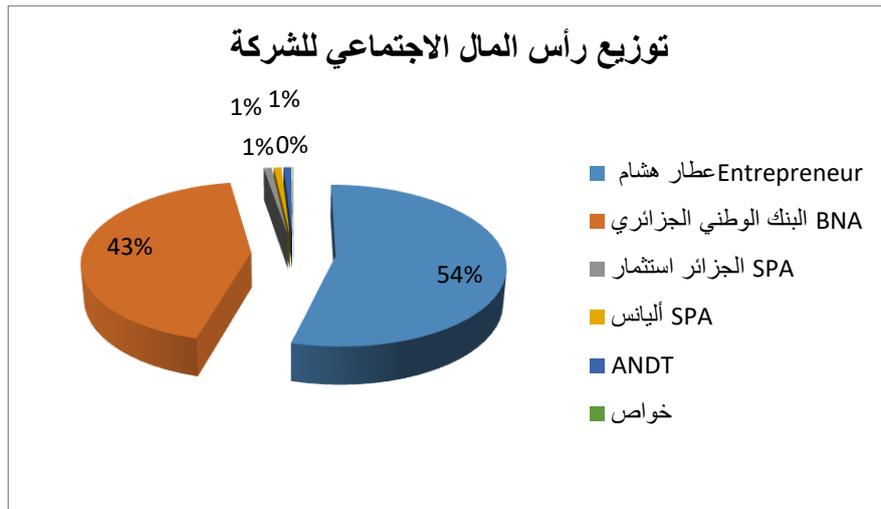
- وحدة التجهيز: المختصة في إيجاد و توريد مختلف التجهيزات المتعلقة الفندقية، ومراكز الاستجمام والترفيه، فهي بمثابة مؤسسة تجارية تهدف إلى تلبية حاجات الوحدات الأخرى من معدات وتجهيزات للفنادق والمنتجعات؛
  - وحدة الأسفار: مؤسسة مكونة من مجموعة من الخبراء في المجالات المختلفة للفندقية، التسويق الالكتروني والمجال الفني، هدفها مرافقة المشروعات السياحية للشركة الأم والشركات من خارج المجمع وإعطاء هذه المشروعات تصورات متميزة و لمسات فنية؛
  - وحدة الاستغلال: يكمن دورها في ضمان الاستغلال الأمثل لجميع هياكل المجمع من خلال تحديد الأهداف بدقة وتوضيح القواعد والإجراءات اللازمة لإدارة وتطوير الاستراتيجيات التجارية، إعداد موازنات الخزينة وغيرها، فهي بذلك وحدة خاصة بالتخطيط بشكل عام؛
  - وحدة رأس المال: مهمتها ضمان التمويل الأمثل للمشروعات الاستثمارية للمجمع، إضافة إلى التداول في السوق الثانوي، كما تلعب دور الوساطة في البورصة ؛
- ويظهر التوجه المقاولاتي في هذه الشركة من خلال رسالة كل وحدة من وحداتها في الهيكل القانوني ، التي لا تتوقف غالبا عند هدف معين بل تطلع دائما لتقديم الأحسن وتطويره باستمرار.
- 3.4 توزيع رأس المال الاجتماعي للشركة الأم:** كما ذكر سابقا تتكون الشركة الأم من مجموعة من الشركات تملك نفس الشكل القانوني، وكل شركة لها رأس مالها الاجتماعي كما هو مبين في الجدول التالي:

### جدول رقم: 12 يمثل توزيع رأس المال الاجتماعي لشركة AOM Invest حسب الشركاء

النسبة	رأس المال (م.دج)	الوحدة
%		
54,20%	62,83	عطار هشام Entrepreneur
43,13%	50,00	البنك الوطني الجزائري BNA
0,86%	1,00	الجزائر استثمار SPA
0,86%	1,00	أليانس SPA
0,86%	1,00	ANDT
0,09%	0,10	خواص
	115,93	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقرير الإداري لسنة 2015

الشكل رقم 27 يمثل توزيع رأس مال شركة AOM Invest

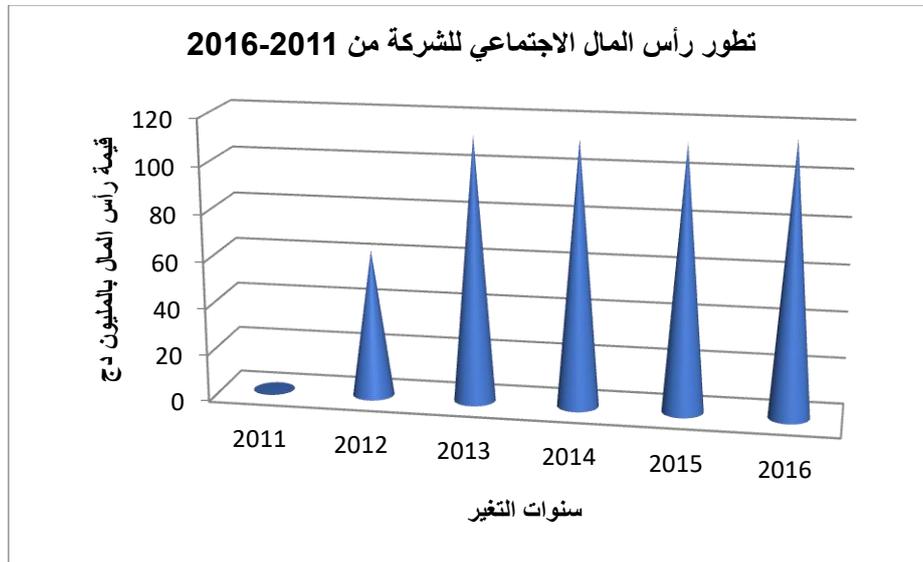


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Exel

يبين الشكل أعلاه توزيع رأس المال الاجتماعي للشركة الأم، حيث تمثل كل نسبة في الدائرة قسط رأس مال كل

شركة فرعية في رأس مال الشركة الأم.

الشكل رقم 28 يمثل تطور رأس مال شركة AOM Invest في الفترة 2011-2016



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Exel

ويبين الشكل أعلاه نمو رأس مال شركة AOM Invest منذ تأسيسها إلى سنة 2016، فأكثر ما يمكن

ملاحظته هي النمو المتسارع لرأس مال الشركة بعد أن كان متواضعا جدا في البداية وهو ما يعكس التوجه المقاولاتي

لصاحب الشركة (المؤسس) الذي ساهم بشكل كبير رفع رأس مال الشركة وتحولها من شركة أشخاص إلى شركة أموال،

فبعد أن كان رأس المال 0,1 مليون دج ارتفع إلى 62,93 م ليون دج ثم 112,93 في سنة 2013 ثم 115,93 م دج في سنة

2016، الذي يشتمل على شركاء خواص بنسبة 55 % وشركاء من القطاع العام بنسبة 45 % تقريبا كما هو موضح بالجدول السابق.

### المبحث الثاني: قراءة مالية للوضع المالي والاقتصادية للشركات محل الدراسة:

نهدف من خلال هذا الجزء من دراستنا إلى عرض النتائج بشكل مسترسل ومنظم حتى يسهل على القارئ فهم الدراسة، وذلك من خلال إعداد الجدول المتعدد السنوات للتدفقات المالية للشركات محل الدراسة، ثم عرض المؤشرات التي استخدمت في دراسة وتحليل الوضع المالي،

#### المطلب الأول: بناء جدول TPFF للشركات وعرض النتائج:

يقدم الجدول متعدد السنوات للتدفقات المالية تفصيلا عن الحالة الاقتصادية والمالية للمؤسسة، وذلك من خلال تقسيم التدفقات النقدية إلى ثلاثة أقسام حسب نوع النشاط، إضافة إلى السلسلة الزمنية، التي يوفرها، و التي تبين الوضع المالي في الماضي، الحاضر والمستقبل، فإعداد الجدول يتطلب توافر القوائم المالية، جدول حساب النتائج، جدول تدفقات الخزينة و الميزانية للسنتين 2019 و 2021 على الأقل، إضافة إلى معلومات أخرى موجودة في تقارير الأنشطة المنشورة في موقع البورصة،

#### أولا مجمع بيوفارم:

1. إعداد الجدول: قمنا بإعداد نموذجا خاصا في برنامج الإكسل مخصصا لحساب الأرصدة والمؤشرات، بطريقة آلية وسريعة، بعد إعداد الصيغة الرياضية لطريقة المربعات الصغرى والتي نستخدمها في إيجاد معالم دالة الاتجاه العام للمؤشرات المستخدمة،

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

جدول رقم 13: جدول التدفقات المالية متعدد السنوات لمجمع بيوفارم للفترة 2019-2023 الوحدة: م.دج

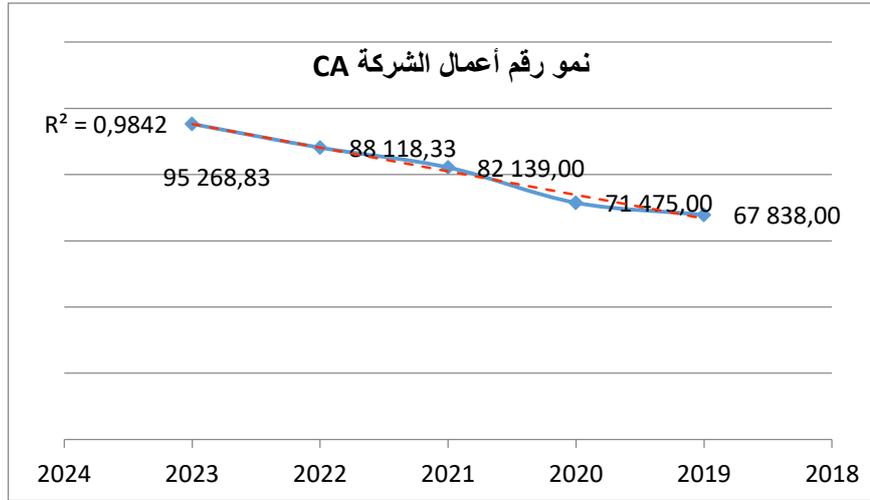
2023	2022	2021	2020	2019	البيان
95 268,83	88 118,33	82 139,00	71 475,00	67 838,00	المبيعات
13 137,50	15 025,00	16 655,00	19 315,00	20 430,00	+ إنتاج الفترة (خارج الرسم)
65 887,00	63 909,00	58 280,00	67 255,00	54 324,00	- الإستهلاكات الوسيطة
		55 447,00	64 028,00	51 115,00	1. مواد أولية
		-	-	-	2. مناولات
		1 481,00	2 047,00	2 086,00	3. إستهلاكات وسيطة أخرى
		1 352,00	1 180,00	1 123,00	4. أتاوات ورسوم وحقوق الملكية التجارية والصناعية
42 519,33	39 234,33	40 514,00	23 535,00	33 944,00	= القيمة المضافة (VA)
0,08	-0,03	0,72	-0,31	-	معدل النمو الظاهر
		0,06	0,24	-	معدل التضخم
0,08	-0,03	0,68	-0,25	-	معدل النمو الفعلي
3 908,67	3 788,67	3 688,00	3 510,00	3 448,00	- تكاليف الأجراء
38 610,67	35 445,67	36 826,00	20 025,00	30 496,00	(1): فائض الاستغلال الإجمالي (EBE)
7 680,00	5 068,00	1 973,00	-810,00	3 251,00	(2): التغير الصافي للمخزونات
		38 799,00	20 835,00	27 245,00	(3) = (1) - (2) الفائض العملياني
		2 687,00	3 381,00	7 422,00	(4): التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (الجاري التجاري) BFR <sub>EX</sub>
3 776,83	2 229,33	4 660,00	2 571,00	10 673,00	BFR <sub>EX</sub>
66 428,83	52 985,33	43 459,00	18 264,00	16 572,00	(5) = (3) - (4): فائض خزينة الاستغلال (ETE)
15 901,00	12 772,00	8 600,00	4 139,00	2 342,00	(6): استثمارات في تثبيبات الاستغلال
52 014,83	41 700,33	34 859,00	14 125,00	14 230,00	(7) = (5) - (6): الرصيد الاقتصادي DAFIC E:
1 480,50	1 713,00	513,00	5 043,00	978,00	(8): التغير الصافي في الديون
		560,00	95,00	3 282,00	• المتوسط الطويلة الأجل
		47,00	4 948,00	2 304,00	• القصيرة الأجل
		343,00	929,00	129,00	(9): - تكاليف مالية والقرض الإيجاري
		1 880,00	1 672,00	1 493,00	- الضريبة على الأرباح
		-	-	-	- مساهمة العمال
2 934,17	2 934,67	2 935,00	2 936,00	2 936,00	- أرباح موزعة على الشركاء
4 052,33	3 713,33	4 645,00	494,00	3 967,00	(10): الرصيد المالي (الخارجي): F
47 962,50	37 987,00	30 214,00	13 631,00	10 263,00	(11) = (7) + (10): الرصيد الجاري: G
		222,00	392,00	120,00	+ إيرادات مالية
		41,00	42,00	57,00	+ نواتج التنازل عن التثبيبات
		-	-	-	+الرفع من رأس المال
		202,00	52,00	34,00	+/- نواتج أخرى ونواتج استثنائية
		4 259,00	3 090,00	2 624,00	- حيازة قيم أخرى ثابتة
		431,00	1 577,00	1 106,00	- التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال
42893,83	33271,33	25 989,00	9 346,00	6 744,00	BFR <sub>HE</sub> التغير في الخزينة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية ومخرجات برنامج EXEL

2. عرض النتائج: أعطت بيانات الجدول النتائج التالية:

رقم الأعمال (المبيعات السنوية): تتطور مبيعات المجمع كما هو موضح في الشكل الموالي:

شكل رقم 29: نمو رقم الأعمال لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 13 و برنامج EXCEL

يمثل المنحنى أعلاه نمو رقم أعمال شركة بيوفارم على مدى خمس سنوات، حيث قدر بـ: 67838 م دج في نهاية سنة 2019 ليرتفع بوتيرة منتظمة تقريبا على مدى السنتين 2020 و 2021 وهي دلالة نمو حجم نشاط الشركة، ويعود هذا الارتفاع إلى ارتفاع الطلب على المنتجات ورواجها بسبب الظروف الصحية التي سادت تلك الفترة (جائحة كوفيد19).

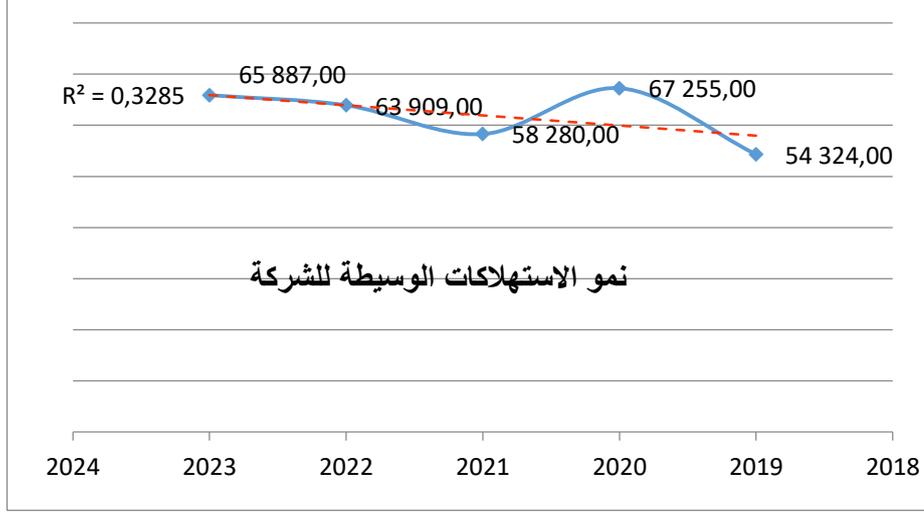
والملاحظ في هذا المنحنى أن معامل التحديد يقارب الواحد  $R^2 = 0.98$ ، الذي يبين أن 98 % من تغير قيمة رقم الأعمال يمكن أن يفسر باستخدام العلاقة الخطية أو معادلة الاتجاه العام وتعود 2 % إلى عوامل أخرى، معناه وجود ارتباط قوي جدا بين رقم الأعمال وسنوات الدراسة، لذلك يمكن الاعتماد على خط الاتجاه العام في حساب رقم الأعمال للسنتين المقبلتين من خلال معادلة خط الاتجاه العام:  $Y = 7 150,5 X + 66 666,83$

حيث يمكن أن يبلغ رقم الأعمال للسنة 2022 و 2023 على التوالي: 88 118,33 و 95 268,83 م.دج مالم تحدث

تغيرات استثنائية في هذا المدى.

مؤشر الإستهلاكات الوسيطة: تمثل النتائج التي يعطيها الجدول في الشكل الموالي:

شكل رقم: 30 نمو الإستهلاكات الوسيطة لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 13 و برنامج EXCEL

يظهر الشكل أعلاه نمو الإستهلاكات الوسيطة على مدى فترة الدراسة، إذ قدرت في سنة 2019 بـ: 54324 م دج لترتفع إلى 67255 م دج في سنة 2020 وذلك بسبب ارتفاع حجم نشاط الشركة الذي يرجع سببه إلى زيادة الطلب على المنتجات الصيدلانية خلال هذه الفترة بسبب الظرف الصحي المعروف (كوفيد 19)، لتتخفف قليلا خلال سنة 2021 حيث بلغت 58280 م دج، ما قدر يفسره تراجع النشاط قليلا بسبب بوادر تحسن الظروف الصحية عموما خلال هذه الفترة،

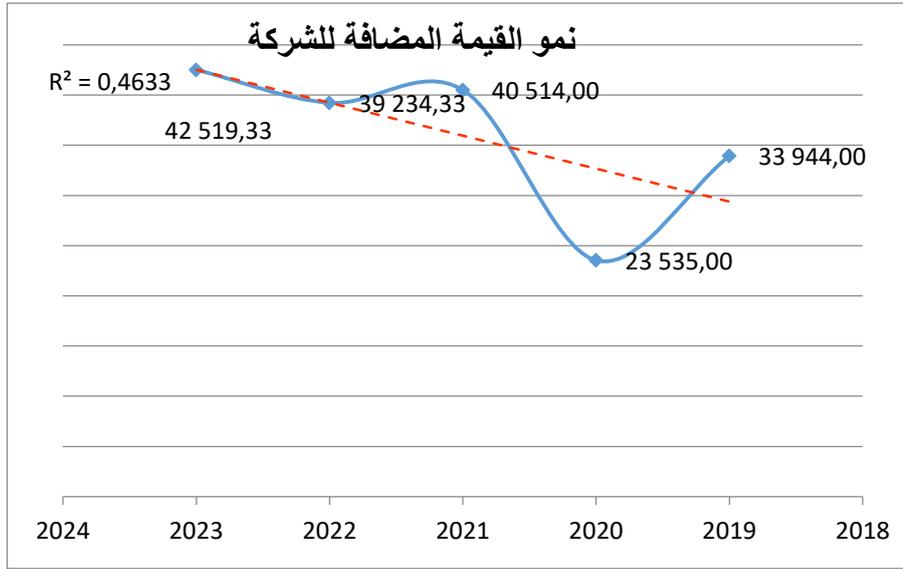
أما عن الإستهلاكات الوسيطة للسنوات المقبلة مالم تكن هناك تغيرات على المدى المتوسط، يمكن حسابها من خلال معادلة خط الاتجاه العام:

$$Y = 1\,978 X + 57\,975$$

حيث يتوقع أن تبلغ قيمة الإستهلاكات الوسيطة في سنة 2022 و 2023 على التوالي:

63 909 و 65 887 م دج .

شكل رقم 31: نمو القيمة المضافة لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 13 و برنامج EXCEL

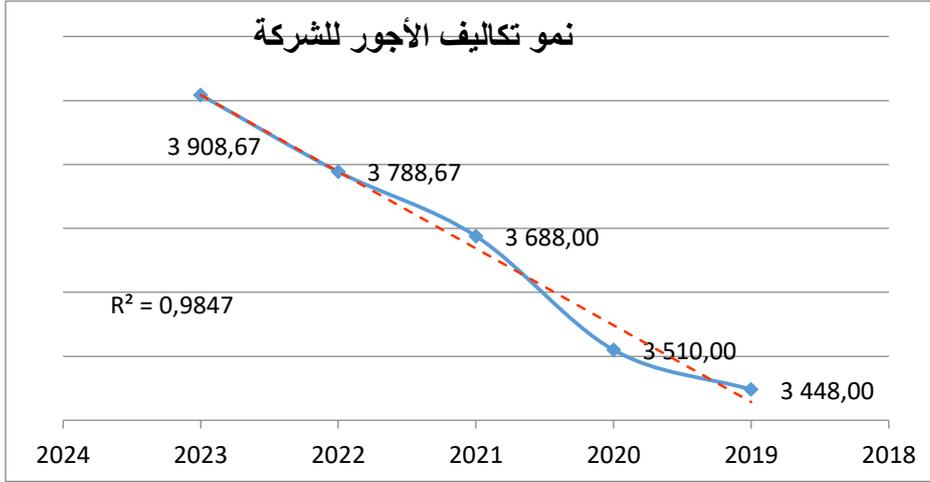
يوضح الشكل أعلاه تطور القيمة المضافة للشركة بدلالة الزمن، فالملاحظ هو الانخفاض المفاجئ لهذا المؤشر خلال السنة الثانية من الدراسة حيث قدرت بـ 23535 م.د. بعد أن كانت 33944 م.د. بالرغم من ارتفاع المبيعات لهذه الفترة، وقد يرجع سبب ذلك إلى زيادة حجم النشاط ورفع وتيرة الانتاج دون أن النظر في ارتفاع التكاليف خاصة المواد الأولية المستوردة منها بعد غلق الموانئ التي شهدتها هذه الفترة بسبب الجائحة، حيث ارتفعت قيمة المواد الأولية المستهلكة بنحو 25% مقابل ارتفاع باقي الاستهلاكات الوسيطة بأقل من 1%، في حين يتعافى مؤشر القيمة المضافة الذي يشهد ارتفاعا بشكل سريع قدرت قيمتها بـ 40514 م.د. خلال سنة 2021، بسبب انخفاض تكاليف المواد الأولية مقابل ارتفاع المبيعات، ويرجع ذلك إلى تحسن الظروف وعودة أنشطة وسائل النقل وغيرها،

أما عن الاتجاه العام فهو ممثل بمعادلة خط الاتجاه الآتية:

$$Y = 3\,285X + 29\,379,33$$

ويحتمل أن تصل قيمتها في السنتين المقبلتين: 2022 و 2023 على التوالي 39 234,33 م.د. و 42 519,33 م.د.، وتعتبر القيمة المضافة مؤشرا دالاً على مدى فعالية نشاط الاستغلال للشركة، حيث يبين المنحنى مدى نجاعة وفعالية النشاط بدليل ارتفاع القيمة المضافة المحققة من قبل الشركة من سنة إلى أخرى.

شكل رقم 32: نمو تكاليف الأجور لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 13 و برنامج EXCEL

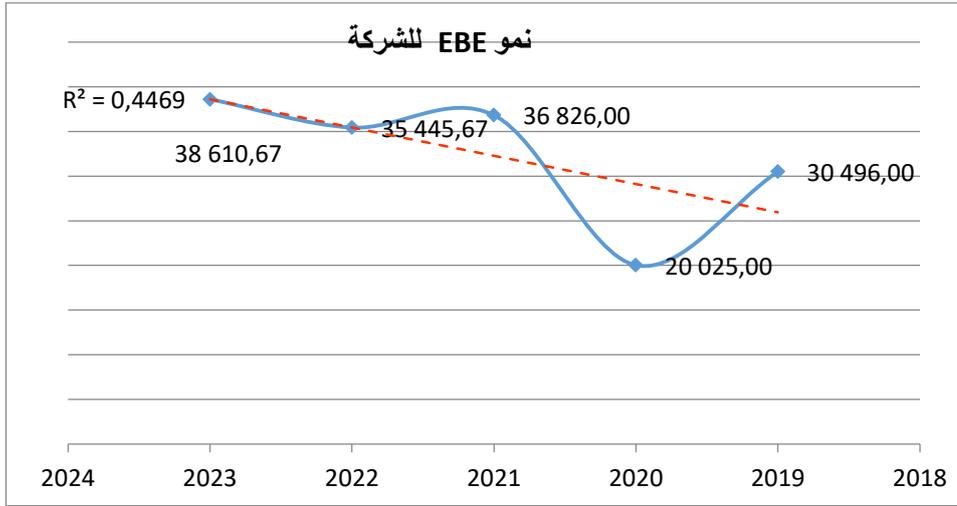
يبين الشكل أعلاه تطور تكاليف الأجور خلال سنوات الدراسة، حيث يظهر المنحنى نسقا تصاعديا شبه منتظم لتكاليف الأجور موازاة مع زيادة رقم الأعمال المحقق، إذ تقدر أعباء لأجور لسنة 2019 بـ: 3448 م دج لترتفع إلى 3510 و 3688 م دج خلال سنتي 2020 و 2021 ، وهذا المؤشر دال على ارتفاع حجم نشاط الشركة الذي يحتاج إلى زيادة حجم العمالة ومايتبعها من تكاليف، موازاة مع ارتفاع القيمة المضافة ورقم الأعمال المحقق، فمعامل التحديد المقدر بـ: 0,984 % يبين أن 98,40 % من قيمة تكاليف الأجور يمكن أن تفسر بالعلاقة الخطية أدناة، وتبقى 1,60 % ترجع إلى عوامل أخرى، فالمعادلة الخطية أو معادلة الاتجاه العام هي:

$$Y = 120 X + 3 428,67$$

التي من خلالها يمكن حساب التكاليف المتوقعة للأجور للسنتين 2022 و 2023 والمقدرة بـ: 3 908,67 و 3 788,67 م دج، إذا واصلت الشركة بنفس سياستها اتجاه الموارد البشرية في المدى المتوسط.

فائض الإجمالي للاستغلال EBE: يمكن تمثيل نتائج الجدول في الشكل الموالي:

شكل رقم 33: نمو الفائض الإجمالي للاستغلال لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 13 و برنامج EXCEL

تحقق الشركة فائضا إجماليا للاستغلال معتبرا خلال سنوات الدراسة حيث قدر في سنة 2019 بـ: 30496 م دج، لينخفض إلى 20025 ألف م خلال السنة الموالية التي شهدت انخفاض القيمة المضافة للأسباب المذكورة سالفًا، ثم بعدها تعاود الارتفاع بشكل سريع لتبلغ 36826 م دج، بفضل استقرار اسعار المواد الأولية وعودة النشاط لوسائل النقل والموانئ، ويدل هذا المؤشر على المردودية الجيدة للشركة التي استطاعت تحقيق إيرادات معتبرة من نشاط الاستغلال، ويتطور مؤشر الفائض الإجمالي للاستغلال وفق معادلة خط الاتجاه العام التالية:

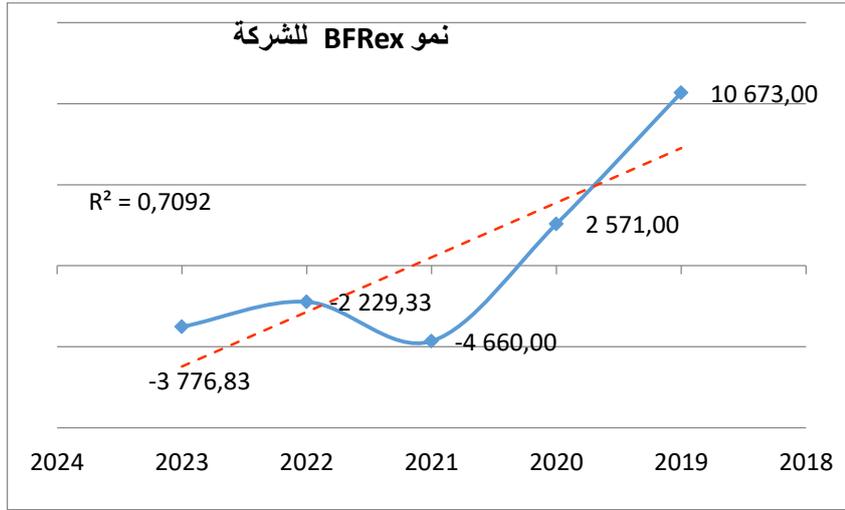
$$Y = 3\,165 X + 25\,950,67$$

التي من خلالها يمكن التنبؤ بقيمة الفائض الإجمالي للاستغلال للسنوات القادمة حيث يمكن أن يبلغ:

35 445,67 م دج في سنة 2022 و 38 610,67 م دج في سنة 2024، إذا لم تكن هناك تغيرات في هذا المدى.

التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال  $BFR_{EX}$ : تعطي معلومات الجدول المنحني التالي:

شكل رقم: 34 يمثل نمو التغير الاحتياج في BFRex لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 13 و برنامج EXCEL

يبين الشكل أعلاه نمو الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال، الذي يظهر موجبا خلال السنتين الأولتين من الدراسة، وهذه دلالة على نشاط الشركة، بمعنى هناك دوران في المخزون مع الزبائن والموردين، حيث قدر في سنة 2019 بـ: 10673 م دج و 2571 م دج في سنة 2020، التي شهدت انخفاضاً في التغير في الاحتياج في رأس المال العامل لكنه بقي موجبا، لينخفض في سنة 2021 إلى (4660) م دج والذي يدل على تغير في مهل دوران العملاء والموردين إضافة إلى المخزونات، بمعنى خفض مدة التحصيل ورفع مدة التسديد للموردين، والسبب في ذلك قد يرجع إلى ارتفاع الطلب على منتجاتها وقلة العرض.

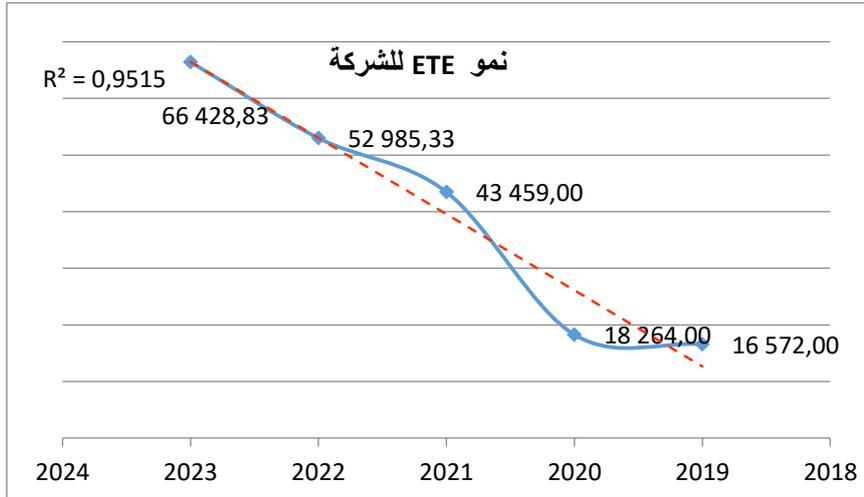
والملاحظ كذلك عدم انتظام التغير في هذا المؤشر الذي يدل على عدم وجود سياسة واضحة في تسيير عناصر الاستغلال، فأصحاب القرار في حالتنا هذه، لما لاحظوا زيادة الطلب على منتجات الشركة بسبب الظرف الصحي الخاص أعادوا النظر في فترات تحصيل العملاء والتسديد للموردين، أما عن معامل التحديد المقدر بـ:  $R^2 = 70,90\%$ ، الذي يعني أن  $70,90\%$  يمكن أن تفسر وفق العلاقة الخطية أو معادلة الاتجاه العام وتبقى  $29,10\%$  ترجع إلى عوامل أخرى، فمعادلة خط الاتجاه العام هي:

$$Y = (1\ 547,50) X + 2\ 413,17$$

حيث يمكن أن يصل الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال خلال سنتي 2023 و 2024، إلى: (2 229,33) م دج و (3 776,83) م دج.

✚ فائض خزينة الاستغلال (ETE): أعطت النتائج الموجودة بالجدول المنحني الممثل بالشكل الموالي:

شكل رقم 35: نمو فائض خزينة الاستغلال لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 13 و برنامج EXCEL

يظهر الشكل أن الشركة قد حققت فائضا في خزينة الاستغلال، وهو ما يعتبره المحللون بالمؤشر الإيجابي عن الوضعية المالية للشركة، بمعنى أن النشاط الرئيسي للشركة حقق لها عوائد مالية معتبرة تعطي لها خيارات توسيع النشاط أو شراء استثمارات أخرى، فقد حققت الشركة فائضا خلال السنة الأولى من الدراسة قدره: 16572 م. دج ليرتفع إلى 18264 م دج في سنة 2020، ثم بشكل متسارع إلى 43459 م دج خلال سنة 2021، ويرجع هذا الارتفاع الكبير إلى السبب المذكور سالفاً أي انخفاض الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال في هذه الفترة (انخفاض مهل دوران الزبائن مقابل ارتفاع مهل دوران الموردين)،

كما يمكن تحديد معادلة خط الاتجاه العام لنمو ETE بما أنه هناك معامل التحديد  $R^2 = 0,951$ ، الذي يعني أن 95,10% تفسر بالعلاقة الخطية أو معادلة الاتجاه العام التالية:

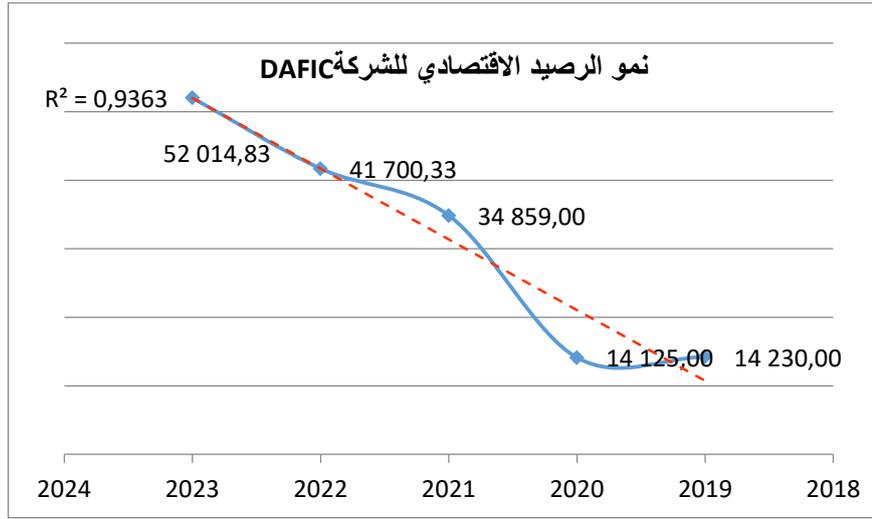
$$Y = 13\,443,50X + 12\,654,83$$

ويمكن حساب خزينة الاستغلال المتوقعة لسنة 2022 و 2023 على التوالي والتي يمكن أن ترتفع إلى:

52 985,33 و 66 428,83 م دج، إذا لم تغير الشركة سياستها في تسيير عناصر الاستغلال.

الرصيد الاقتصادي DAFIC-E: يمكن تمثيل نمو الرصيد الاقتصادي للشركة بالمنحنى الموالي:

شكل رقم 36: نمو الرصيد الاقتصادي لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 13 و برنامج EXCEL

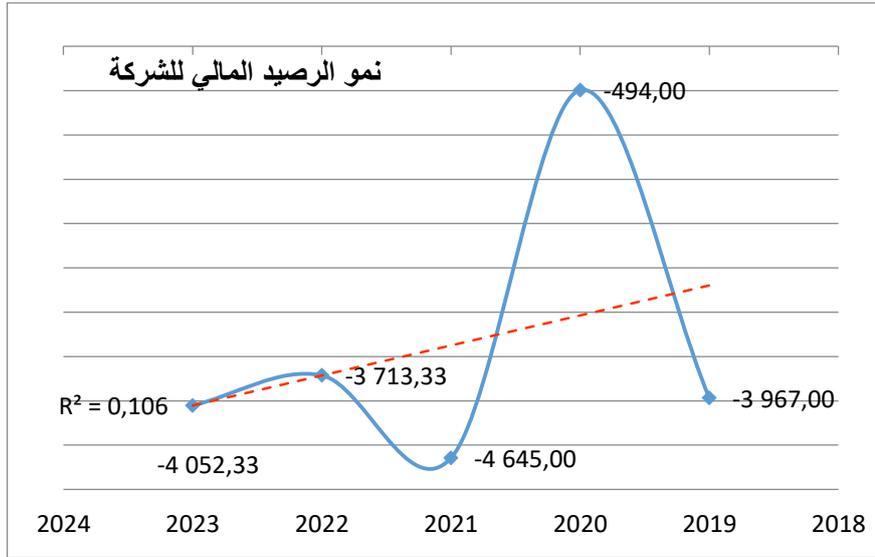
يوضح الشكل أعلاه تطور الرصيد الاقتصادي للشركة، الذي يبين مدى كفاءة وفعالية نشاط الاستغلال، حيث قدر الرصيد خلال السنة الأولى من الدراسة 14230 م دج، ولم يتغير كثيرا خلال السنة الثانية برغم نمو تشيبتات الاستغلال بـ 77%، ويرتفع بشكل متسارع خلال سنة 2021 ليلعب 34859 م دج، ويرجع ذلك إلى انخفاض التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال ضف إليها، وبدرجة أقل، نمو رقم الأعمال، وبدرجة أقل انخفاض الاستهلاكات الوسيطة، بالرغم من نمو التشيبتات بـ: 108%، فالشركة في هذه الحالة في حققت شرطا من شروط التوازن المالي حسب منطق جدول التدفقات المتعدد السنوات فكما هو معلوم أن الرصيد الاقتصادي لا بد أن يكون موجبا لعدة سنوات حتى تحقق الشركة شرط التوازن المالي، أما معامل التحديد المقدر بـ:  $R^2=0,936$  التي تعني أن 93,60% من تغير قيمة الرصيد الاقتصادي تفسر بالعلاقة الخطية في المعادلة التالية:

$$Y=10\ 314,50X+10\ 756,83$$

والذي يمكن أن يبلغ 41 700,33 م دج و 52 014,83 م دج في سنة 2022 و 2023 على التوالي إذا لم تحدث تغيرات في المدى المتوسط.

الرصيد المالي (الخارجي) F: يعطي الجدول المعلومات التي يمكن تمثيلها في الشكل الموالي:

شكل رقم 37: نمو الرصيد المالي لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 13 و برنامج EXCEL

نلاحظ من خلال التمثيل البياني أعلاه أن الرصيد المالي للشركة سالب على مدى سنوات الدراسة، حيث قدر في سنة 2019 بـ: (3967) م دج، ليرتفع إلى (494) م دج في السنة الموالية بالرغم من لجوء الشركة إلى الديون الطويلة خلال السنة الأولى والديون القصيرة في السنة الثانية من الدراسة، لكن سبب انخفاض الرصيد هو حصة الأرباح الموزعة التي تطرح من رصيد الديون والتي قدرت في السنوات الثلاث بـ 2936 م دج، ليعاود الرصيد الانخفاض بشكل كبير ومتسارع حيث وصل إلى (4645) م دج ، فالشركة في هذا الحالة تحقق شرط التوازن المالي بما أن الرصيد المالي سالب على مدى سنوات الدراسة، بينما معادلة خط الاتجاه العام للرصيد المالي هي:

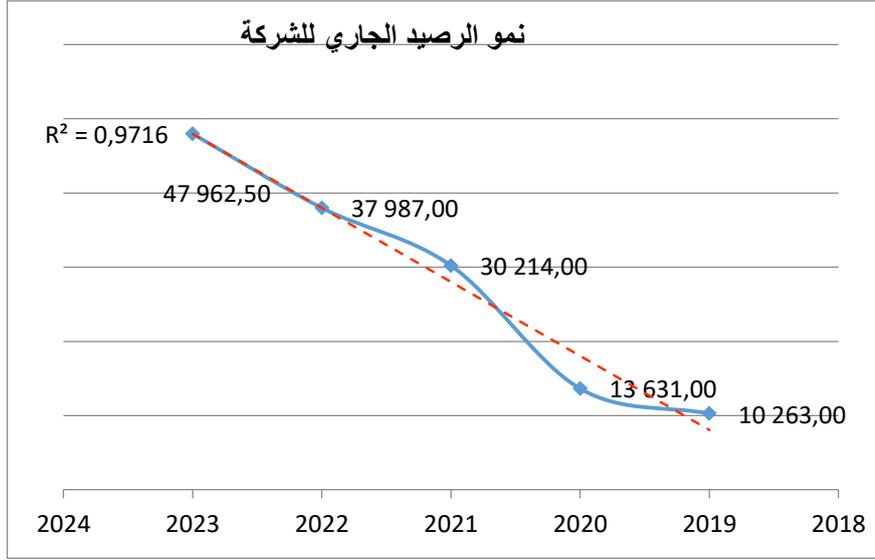
$$Y=(339)X - 2 696,33$$

حيث يمكن أن ينخفض الرصيد المالي إلى : (3 713,33) م دج و (4 052,33) م دج ، خلال السنتين المقبلتين على

التوالي، إذا لم تغير الشركة سياستها اتجاه الديون وتوزيع الأرباح.

الرصيد الجاري G: أعطى الجدول النتائج الممثلة بالشكل الموالي:

شكل رقم 38: نمو الرصيد الجاري لشركة بيوفارم للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 13 و برنامج EXCEL

بين الشكل أعلاه أن الرصيد الجاري للشركة موجب على مدى فترة الدراسة فهو بذلك يحقق شرط التوازن حسب منطق TPF، حيث يعرف الرصيد نسقا تصاعديا بداية من 10263 ألف دج في السنة الأولى إلى 30214 م دج خلال السنة الثالثة من الدراسة، ويرجع ذلك إلى أن الشركة حققت عوائد معتبرة مستفيدة من ارتفاع الطلب على منتجاتها بسبب الظرف الصحي، ضف إليها انخفاض الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال الذي ساهم في زيادة الرصيد الاقتصادي،

وعن القيم المتوقعة للرصيد الجاري للسنوات القادمة فيمكن تحديدها من خلال معادلة الاتجاه العام التالية:

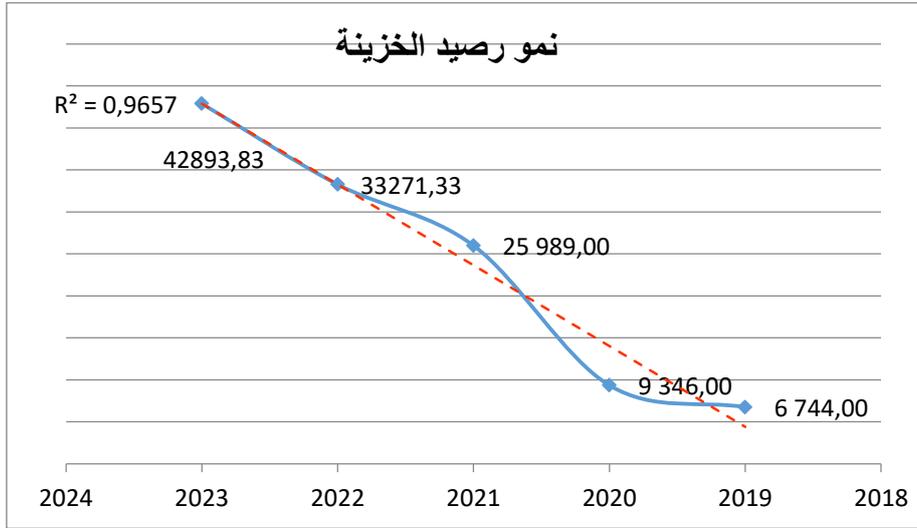
$$Y=9\ 975,50X + 8\ 060,50$$

حيث يكن أن تبلغ القيمة لسنة 2022 و 2023 على التوالي بـ: 37 987 م دج و 47 962,50 م دج، طبعا في حالة

عدم وجود تغيرات كبيرة في المدى المتوسط.

✚ التغير في الخزينة: تعطي معلومات الجدول الشكل الموالي:

شكل رقم 39: نمو الخزينة لشركة بيوفورم للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 13 و برنامج EXCEL

حقق مؤشر التغير في خزينة الشركة فائضا خلال سنة 2019 قدر بـ: 6744 م دج، و يرجع ذلك إلى العوائد المعتبرة التي حققتها الشركة من نشاطها العادي، فقد كان الرصيد الاقتصادي موجبا وكافيا لتغطية جميع الاستحقاقات بما فيها الرصيد المالي والأرباح الموزعة، فالشركة تحقق شرط التوازن المالي حسب منطق الجدول متعدد السنوات، ليرتفع الرصيد إلى 9346 م دج في السنة الموالية بفضل ارتفاع مبيعات هذه السنة، بمعنى زيادة الحصة السوقية للشركة، والملاحظ خلال السنة الموالية 2021 ارتفاع رصيد الخزينة بشكل متسارع حيث بلغ 25989 م دج، ويرجع الفضل في ذلك بالدرجة الأولى إلى زيادة المبيعات السنوية مقابل انخفاض الاستهلاكات الوسيطة لنفس الفترة، ضف إليها انخفاض الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال الذي يعني تقليص فترات التحصيل من الزبائن ومهل دوران المخزون مقابل فترات التسديد للموردين، وهو الأمر الطبيعي بالنسبة لشركة بيوفورم في مثل هذا الظرف الصحي الذي ساهم في ارتفاع الطلب على منتجات الشركة، كما ساهم الرصيد المالي السالب في ارتفاع رصيد الخزينة الذي يطرح منه هذا الرصيد وساهم بدرجة أقل الرصيد الجاري في ارتفاع الخزينة، إلا أن هذا الارتفاع قد يصبح غير محمود إذا بلغ مستوى معتبر بمعنى أن الشركة قد تدفع تكاليف الفرص البديلة إذا زاد مستوى السيولة لديها، وعن تطور رصيد الخزينة في السنوات القادمة فهي ممثلة بمعادلة خط الاتجاه العام التالية:

$$Y = 9 622,50 X + 4 403,83$$

حيث يتوقع أن تقدر القيمة لسنة 2022 و 2023 على التوالي بـ: 33 271,33 م دج و 42 893,83 م دج إذا

تواصلت نفس الظروف في المدى المتوسط.

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

### ثانيا شركة الأوراسي:

1. إعداد الجدول: تم إعداد الجدول أدناه بالاعتماد على القوائم المالية للشركة، وطريقة المربعات الصغرى لإيجاد

معالم الاتجاه العام لكل مؤشر كما هو آت:

جدول رقم 14: جدول التدفقات المالية متعدد السنوات لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023 الوحدة: م.دج

2023	2022	2021	2020	2019	البيان
222,67	285,33	1 040,00	808,00	2 056,00	المبيعات
-	-	-	-	-	+ إنتاج الفترة (خارج الرسم)
71,67	195,67	386,00	311,00	634,00	- الإستهلاكات الوسيطة
		299,00	198,00	430,00	1. مواد أولية
		-	-	-	2. مناولات
		72,00	96,00	146,00	3. إستهلاكات وسيطة أخرى
		15,00	17,00	58,00	4. أتاوات ورسم وحقوق الملكية التجارية والصناعية
294,33	89,67	654,00	497,00	1 422,00	= القيمة المضافة (VA)
-4,28	-0,86	0,32	-0,65	-	معدل النمو الظاهر
		0,06	0,24		معدل التضخم
-4,28	-0,86	0,30	-0,52	-	معدل النمو الفعلي
483,33	515,33	556,00	562,00	620,00	- تكاليف الأجراء
777,67	425,67	98,00	65,00	802,00	(1): فائض الاستغلال الإجمالي (EBE)
46,50	27,00	15,00	33,00	54,00	(2): التغير الصافي للمخزونات
		113,00	98,00	856,00	(3) = (1) - (2) الفائض العملي
		16,00	83,00	52,00	(4): التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (الجاري التجاري) BFR <sub>EX</sub>
42,83	41,33	1,00	116,00	2,00	BFR <sub>EX</sub>
867,00	494,00	112,00	214,00	858,00	(5) = (3) - (4): فائض خزينة الاستغلال (ETE)
143,50	82,00	-	-	123,00	(6): استثمارات في تقيتات الاستغلال
723,50	412,00	112,00	214,00	735,00	(7) = (5) - (6): الرصيد الاقتصادي DAFIC E
604,50	456,00	419,00	64,00	122,00	(8): التغير الصافي في الديون
		38,00	19,00	252,00	• المتوسطة والطويلة الأجل
		381,00	45,00	374,00	• القصيرة الأجل
		8,00	65,00	97,00	(9): - تكاليف مالية والقرض الإيجاري
		2,00	42,00	19,00	- الضريبة على الأرباح
		-	-	-	- مساهمة العمال
165,17	93,67	2,00	1,00	145,00	- أرباح موزعة على الشركاء
358,00	334,00	431,00	44,00	383,00	(10): الرصيد المالي (الخارجي) F
1 081,50	746,00	319,00	258,00	352,00	(11) = (7) + (10): الرصيد الجاري G
		6,00	59,00	13,00	+ إيرادات مالية
		-	-	469,00	+ نواتج التنازل عن التقيتات
		-	-	-	+الرفع من رأس المال
		3,00	58,00	7,00	+/- نواتج أخرى ونواتج استثنائية
		-	-	-	- حيازة قيم أخرى ثابتة
		58,00	172,00	152,00	- التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال
					BFR <sub>HE</sub>
-1747,17	-1131,67	252,00	429,00	979,00	التغير في الخزينة

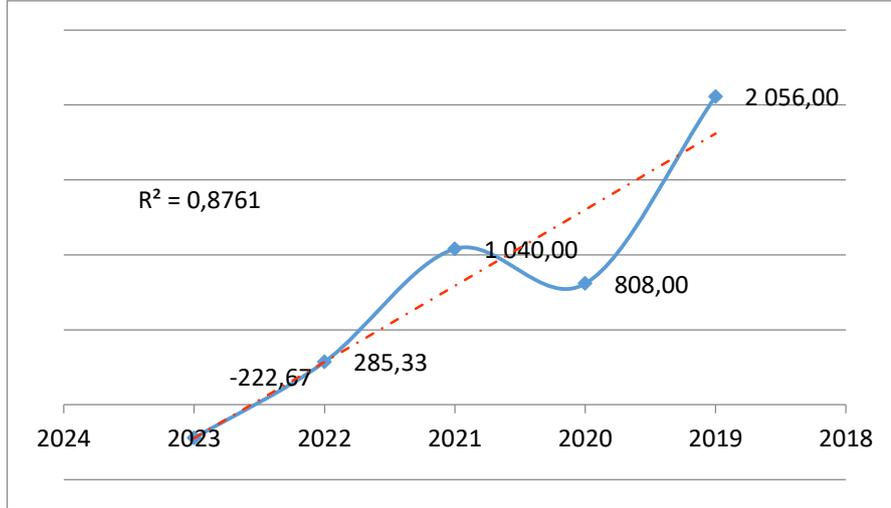
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية ومخرجات برنامج EXEL

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

2. عرض النتائج : أعطت بيانات الجدول النتائج التالية:

✚ رقم الأعمال: (المبيعات السنوية): يتطور رقم أعمال الشركة من سنة لأخرى كما يظهر في الشكل الموالي:

شكل رقم 40: نمو رقم أعمال شركة الأوراسي للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 14 و برنامج EXCEL

الملاحظ هو انخفاض رقم الأعمال في السنة الأولى من الدراسة حيث قدر خلال سنة 2019 بـ: 2056 مليون دج، لينخفض بشكل متسارع إلى 808 مليون دج في سنة 2020 ، حيث شهدت هذه الفترة بالذات ركودا كبيرا على مستوى جل القطاعات الاقتصادية لاسيما قطاع الخدمات السياحية والفندقية بسبب جائحة كورونا التي سببت تراجعاً كبيراً في مداخيل الكثير من الشركات الاقتصادية العالمية والوطنية، أبرزها شركة الأوراسي، كما نلاحظ تحسناً طفيفاً في مؤشر رقم الأعمال السنوي في نهاية 2021 حيث بلغ 1040 مليون دج الذي يرجع الفضل فيه إلى بوادر التحسن وعودة الظروف إلى طبيعتها موازاة مع عودة الأنشطة الاقتصادية سيما الرحلات وما يلازمها من خدمات فندقية وغيرها. و الملاحظ كذلك في المنحنى أعلاه أن معامل التحديد بلغ  $R^2 = 0.87$  بمعنى أن 87,60 % من تغير رقم الأعمال له يفسرها تغير الزمن والباقي أي 12,40 % يعود إلى عوامل أخرى، لهذا يمكن حساب رقم الأعمال للسنوات المقبلة من خلال معادلة الاتجاه العام التالية:

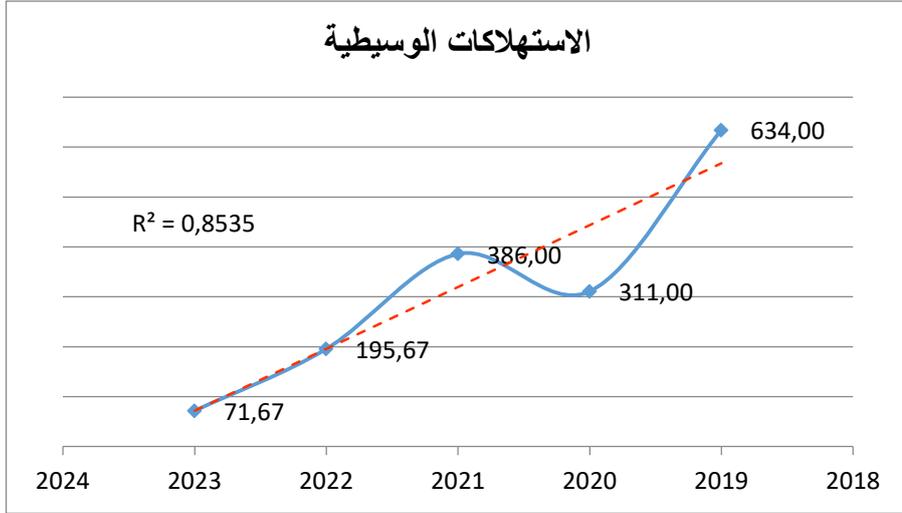
$$Y = (508)X + 1809,33$$

حيث من المتوقع أن ينخفض رقم الأعمال لسنة 2022 و 2023 إلى 285,33 مليون دج و (222,67) مليون دج

على التوالي، أي بانخفاض بنسبة 178 % تقريبا، ذلك إذا لم تتحسن الظروف في المدى المتوسط.

📊 مؤشر الإستهلاكات الوسيطة: تتطور الإستهلاكات الوسيطة كما هو مبين في المنحنى الموالي:

شكل رقم 41: نمو الإستهلاكات الوسيطة لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 14 و برنامج EXCEL

يظهر الشكل أعلاه تراجع رصيد الإستهلاكات الوسيطة للشركة على مدى سنوات الدراسة، حيث قدرت بـ: 634 مليون دج في سنة 2019 لتتخفص إلى 311 مليون دج في السنة الموالية أي 2020 ويعد هذا الانخفاض دليلا واضحا على انخفاض نشاط الشركة خلال هذا الفترة و يعود سبب ذلك، كما سبق وأن ذكرنا، إلى جائحة كورونا، في حين تسجل الإستهلاكات الوسيطة ارتفاعا طفيفا خلال سنة 2021 حيث قدرت بـ: 386 م.دج ويعود هذا الارتفاع إلى الانتعاش الطفيف الذي شهدته الأنشطة الاقتصادية عموما بما فيها قطاع الخدمات الفندقية، بينما معادلة خط الاتجاه العام هي:

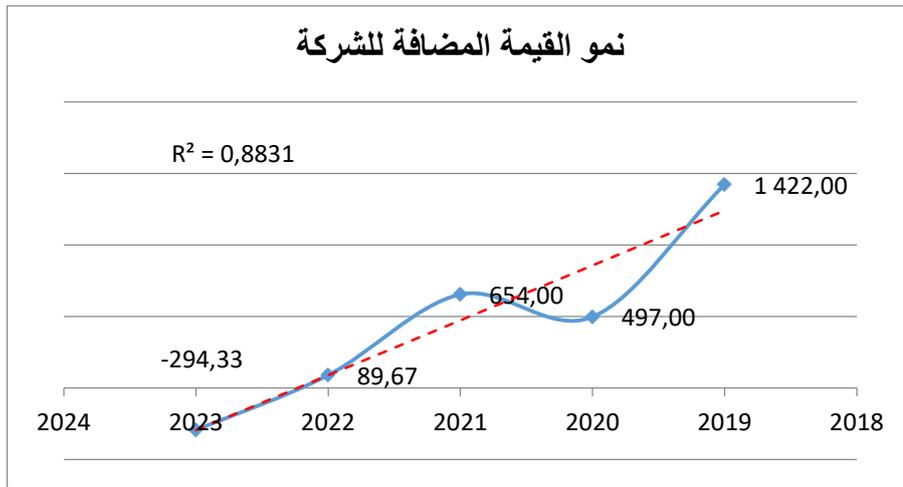
$$Y = (124)X + 567,67$$

وستبلغ الإستهلاكات الوسيطة للشركة لسنتي 2022 و 2023 إذا بقيت نفس الظروف في المدى المتوسط: 195,67

مليون دج و 71,67 مليون دج على التوالي.

📊 القيمة المضافة: أعطت النتائج الشكل الموالي:

شكل رقم 42: نمو القيمة المضافة لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 14 و برنامج EXCEL

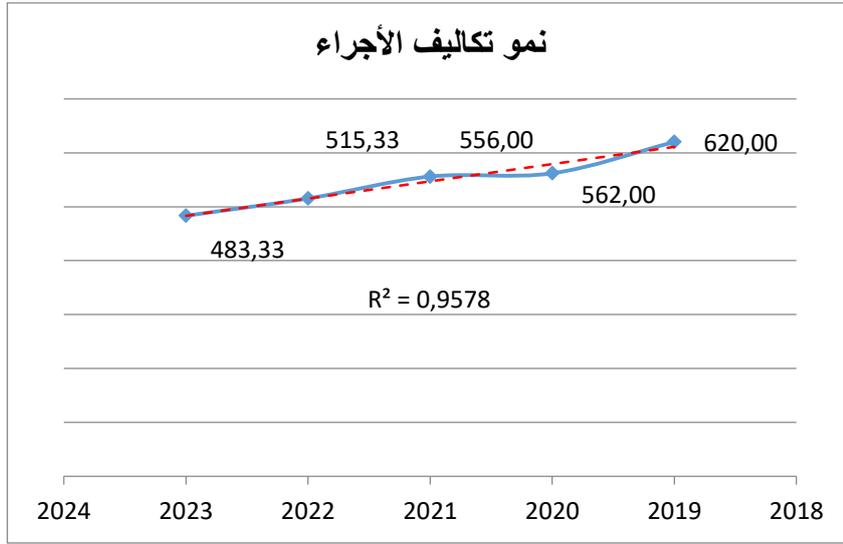
من الطبيعي انخفاض القيمة المضافة للشركة خلال فترة الجائحة التي اجتاحت العالم بأسره، وحجمت الأنشطة الاقتصادية للشركات العالمية عموما والوطنية بشكل خاص فقد قدرت القيمة المضافة للشركة خلال سنة 2019 بـ: 1422 مليون دج وانخفضت في السنة الموالية لتصل إلى 497 م. دج، لتعاود الارتفاع إلى 654 م.دج خلال سنة 2021، ويبين هذا الانخفاض مدى تأثير الأنشطة الاقتصادية للشركات سيما الخدماتية منها بالأزمة الصحية وتبعاتها على شتى المجالات، كما يتجلى لنا بوضوح وجود اتجاه عام ممثل بمعادلة خط الاتجاه العام كما يلي:

$$Y = (384,00) X + 1 241,67$$

حيث يمكن للمحلل المالي حساب القيمة المضافة المتوقعة للسنوات القادمة، إذا لم تحدث تغيرات على المدى المتوسط والتي قد تبلغ قيمتها لسنة: 2022 و 2023 على التوالي 89 مليون دج و (294,33) مليون دج، وتجدر الإشارة إلى أن هذا المؤشر يبين مدى فعالية نشاط الاستغلال للشركة، و تشير المعلومات إلى أن القيمة المضافة للشركة تنخفض بحوالي 65% في سنة 2021 لترتفع بشكل طفيف مقارنة بالسنة التي قبلها بـ 31% .

➤ مؤشر تكاليف الأجور: تمثلت نتائج الجدول في المنحنى الموالي:

شكل رقم 43: نمو تكاليف الأجور لشركة الأوراسي للفترة 2014-2018



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 14 و برنامج EXCEL

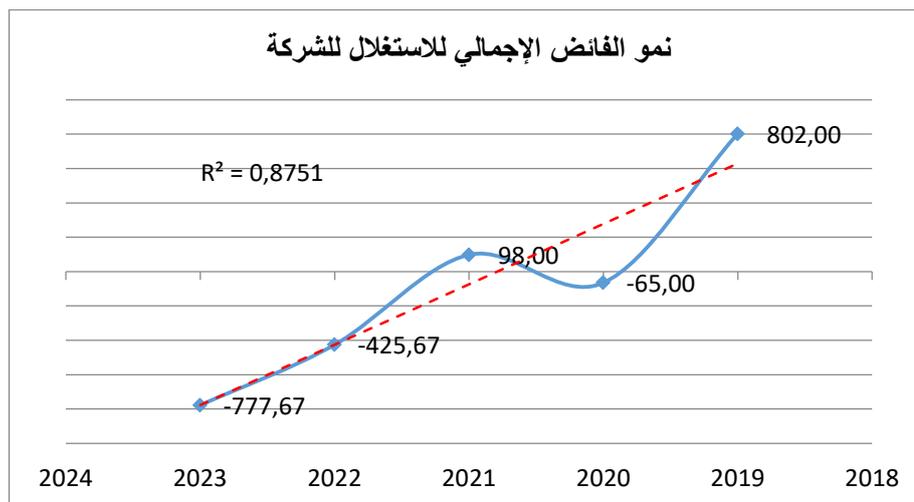
تعرف تكاليف الأجور تعرف نسقا تنازليا من سنة إلى أخرى وهذا موازاة مع انخفاض رقم الأعمال والقيمة المضافة، حيث قدرت في سنة 2019 بـ: 620 م. دج، لتتخفف إلى 562 م. دج في سنة 2020، ثم إلى 556 م. دج في سنة 2021. بالرغم من الارتفاع الطفيف في رقم الأعمال لهذه السنة نتيجة التحسن الطفيف الذي شهدته الظروف الصحية والاقتصادية عموما، وهذا ما قد يفسر بكون الشركة حاولت في هذه الظروف بالذات تخفيض تكاليف العمالة التي شكلت نسبة 31 % من رقم الأعمال في السنة الأولى من الدراسة في حين شكلت نسبة 70 % في السنة الموالية لها وهذا راجع إلى انخفاض إيرادات الشركة لهذه السنة بسبب الجائحة، أما عن الاتجاه العام لهذا المؤشر يكون وفق المعادلة:

$$Y = (32,00) X + 611,33$$

والتي من خلالها يمكن حساب التكاليف المتوقعة للأجور للسنة 2022 و 2023 والمقدرة بـ: 515,33 م. دج، و 483,33 م. دج، هذا إذا لم تغير الشركة من استراتيجيتها في تسيير الموارد البشرية في المدى المتوسط والطويل .

✚ فائض الإجمالي للاستغلال EBE: يمكن تمثيل نتائج الجدول في الشكل الموالي:

شكل رقم 44: نمو الفائض الإجمالي للاستغلال لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 14 و برنامج EXCEL

يبين هذا المؤشر مدى فعالية النشاط العادي للشركة، حيث قدرت قيمة الفائض الإجمالي للاستغلال بـ: 802 م. دج في سنة 2019، وهو مؤشر دال على المردودية الجيدة للشركة إلا أنه انخفض بشكل مفاجئ في السنة الموالية ليصل إلى (65) م. دج وهي سنة شهدت ركودا كبيرا خاصة لشركات النقل والخدمات الفندقية العالمية وعلى غرارها الشركة المسيرة لفندق الأوراسي التي شهدت انخفاضا كبيرا في نشاطها لهذه السنة لازمه انخفاضا كبيرا في إيراداتها بسبب تداعيات فيروس كوفيد-19، في حين يشهد الفائض الإجمالي للاستغلال تحسنا ملحوظا في سنة 2021 حيث ارتفع إلى 98 م. دج وهذا يعد مؤشرا دالا على عودة النشاط الاقتصادي للشركة بفضل تحسن الظروف الصحية وظهور بوادر زوال الجائحة وعودة الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية. أما عن الفائض الإجمالي للاستغلال للسنوات القادمة يمكن حسابه من خلال معادلة الاتجاه العام:

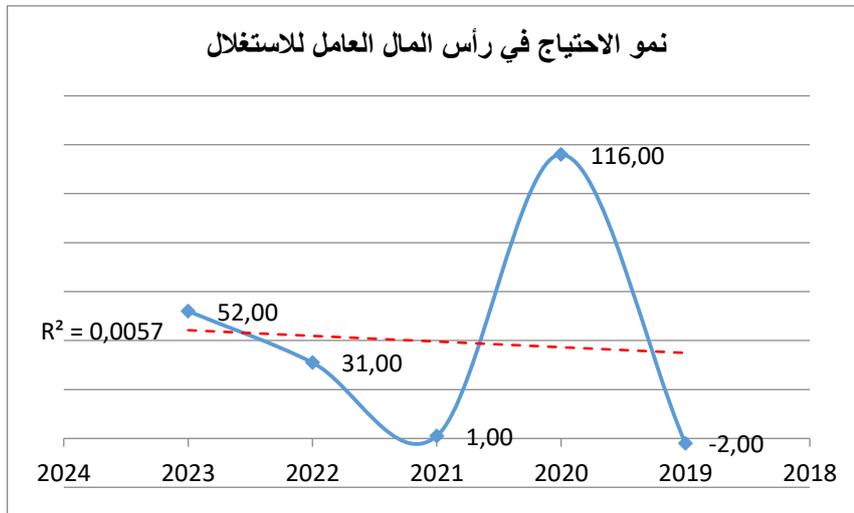
$$Y=(352) X + 630.33$$

إذ من المتوقع أن يصل إلى (425,67) م. دج في سنة 2022 و(777,67) م. دج في سنة 2023، طبعا إذا واصلت نفس الظروف الصحية والاجتماعية والاقتصادية في المدى المتوسط.

التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال  $BFR_{EX}$ : تعطي معلومات الجدول المنحني الممثل في

الشكل الموالي:

شكل رقم 45: نمو التغير الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023

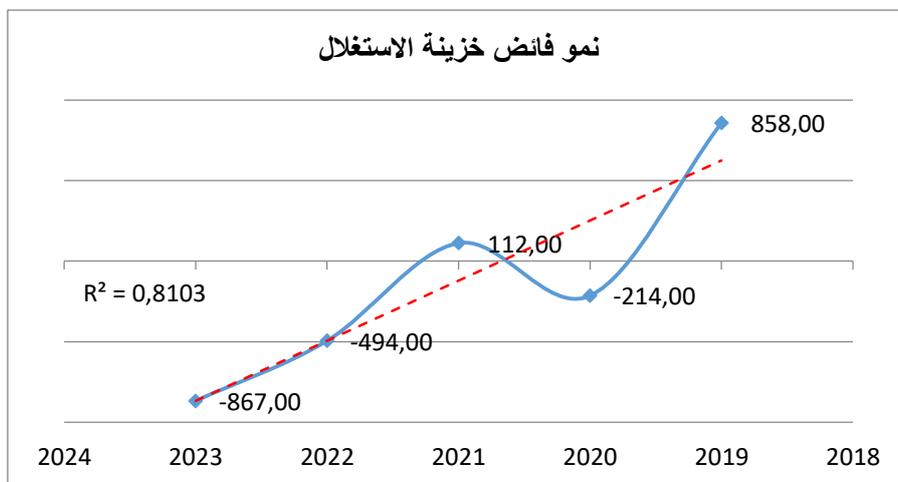


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 14 و برنامج EXCEL

يظهر الشكل أعلاه بوضوح تغير الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال بشكل غير منتظم، وهو ما يدل على أن الشركة تواجه تحديات في نشاطها العادي الذي شهد انخفاضا متسارعا بداية من السنة الأولى للدراسة حيث وصل التغير في الاحتياج إلى (2) م.دج، ويرجع ذلك إلى الأسباب المذكورة سابقا (فيروس كوفيد 19) وما أنجر عنه من تبعات للشركات الاقتصادية، بينما نلاحظ ارتفاعا ملحوظا للاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال في السنة الموالية الذي يرجع فيه الفضل إلى بؤادر التحسن وزوال الجائحة من جهة واستعادة الشركة لنسق نشاطها تدريجيا، في حين شهد الاحتياج انخفاضا كبيرا في السنة الموالية رغم بؤادر التحسن واستعادة النشاط، وهو ما قد يفسره عدم قدرة الشركة على تسيير عناصر الاستغلال بما يتلائم مع الظروف والتغيرات الجارية، بمعنى أن الشركة لا يمكنها التنبؤ بمبيعاتها في ظل القيود الموجودة، فهي بذلك في حالة ترقب ومحاولة التكيف مع الأوضاع الراهنة، والدليل على ذلك هو معامل التحديد المنخفض جدا  $R^2 = 0,005$  الذي يعني أن 0,5% فقط من تغير الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال يفسرها تغير الزمن وهي نسبة ضئيلة جدا، بينما نسبة 99,5% ترجع إلى عوامل أخرى تبين عدم وجود ترابط تقريبا بين المتغيرين،

✚ فائض خزينة الاستغلال ETE: أعطت النتائج الموجودة بالجدول المنحنى الممثل بالشكل الموالي:

شكل رقم 46: نمو فائض خزينة الاستغلال لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 14 و برنامج EXCEL

حققت الشركة خلال السنة الأولى من الدراسة فائضا في خزينة الاستغلال وهو الدليل على فعالية النشاط العادي للشركة، إلا أن هذا الفائض سرعان من ينخفض وبشكل سريع جدا، بسبب انخفاض رقم الأعمال المحقق في هذه السنة وهو دليل على تدهور نشاط الاستغلال، كما سبق وأن ذكرنا، لتسجل الشركة عجزا كبيرا في خزينة الاستغلال قدر بـ: (214) م.دج والسبب في ذلك تداعيات فيروس كورونا، إلا أن بوادر التحسن في الظروف الاقتصادية عموما والأنشطة الاقتصادية للشركات الخدمائية صاحبه انتعاشا في نشاط الشركة وزيادة إيراداتها وتحقيق فائضا في خزينة الاستغلال قدر بـ: 112 م.دج بعدما كان عجزا، ويظهر هذا المؤشر بوضوح أثر التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال وبدرجة أقل تغير المخزون على خزينة الاستغلال، كما يمكن ملاحظة طبيعة العلاقة بينهما حيث كلما انخفض التغير في الاحتياج والمخزون كلما ارتفعت خزينة الاستغلال، وهو ما لمسناه في سنة 2019، الذي نعتبره مؤشرا إيجابيا على فعالية نشاط الشركة لكن قد تكون له آثارا سلبية على المدى الطويل كإخفاض الحصة السوقية بسبب إهمال العملاء وعدم إعطائهم تسهيلات في التسديد (خصوصا الزبائن ذوي الاستهلاك الواسع للخدمات الفندقية، جمعيات، فرق رياضية...)، كما يمكن تحديد معادلة خط الاتجاه العام لنمو ETE بما أنه هناك ترابطا قويا بين المتغيرين قدر بـ:  $R^2 = 0.81$  والتي تعني أن 81% من تغير قيمة خزينة الاستغلال يمكن أن تفسر بالعلاقة الخطية التالية:

$$Y = (373,00)X + 625$$

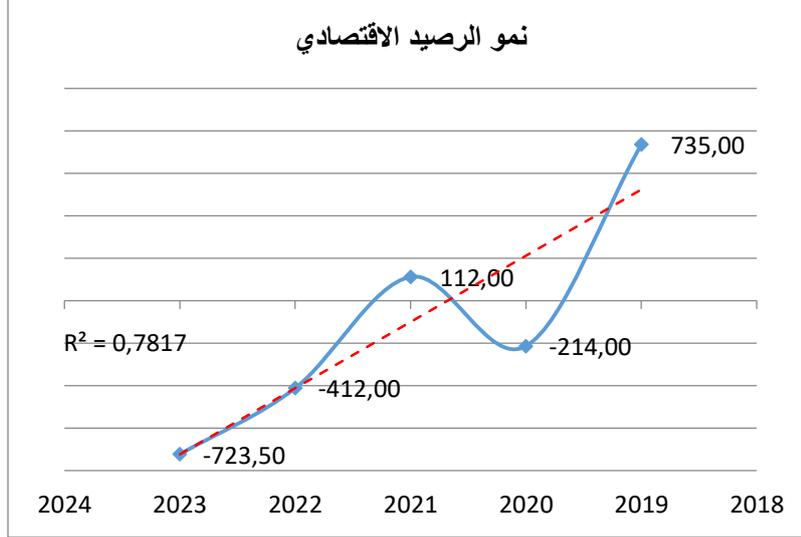
وترجع 19% إلى عوامل أخرى، و يمكن حساب خزينة الاستغلال المتوقعة لسنة 2022 و 2023 على التوالي والتي

من المتوقع أن يقدر العجز بـ: (494) و (867) م.دج، طبعا إذا بقيت الظروف الصحية والاقتصادية على حالها.

✚ الرصيد الاقتصادي DAFIC-E: يمكن أن تمثل المعلومات التي تحصلنا عليها من جدول التدفقات المالية

متعدد السنوات في الشكل الموالي:

شكل رقم 47: نمو الرصيد الاقتصادي لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 14 و برنامج EXCEL

يظهر المنحنى أعلاه مدى تأثير الرصيد الاقتصادي للشركة بالظروف الصحية والاجتماعية والاقتصادية الراهنة، حيث حققت الشركة رصيذا اقتصاديا موجبا خلال السنة الأولى من الدراسة قدر بـ: 735 م. دج فهي بذلك حققت شرط التوازن المالي حسب منطق جدول التدفقات المتعدد السنوات، إلا أن الرصيد شهد انخاضا بشكل متسارع ليصل إلى (214) م. دج بسبب انخفاض النشاط وتدني إيرادات الشركة لهذه السنة، لينتعش قليلا في السنة الموالية ويحقق فائضا قدره: 112 م. دج ويرجع ذلك إلى تحسن الظروف وبوادر عودة النشاط، وما ساهم كذلك في استعادة التوازن المالي هو انخفاض التغير في تقيتات الاستغلال، بمعنى تخلي الشركة عن استثماراتها إلا أنه يبقى غير كاف بالنسبة لها حيث يتوجب عليها تحقيق فائضا لا بأس به في الرصيذا الاقتصادي لتتمكن الشركة من تسديد أقساطا من الديون والتخلص من أعبائها، إضافة إلى إمكانية توزيع الأرباح لأصحاب الأسهم.

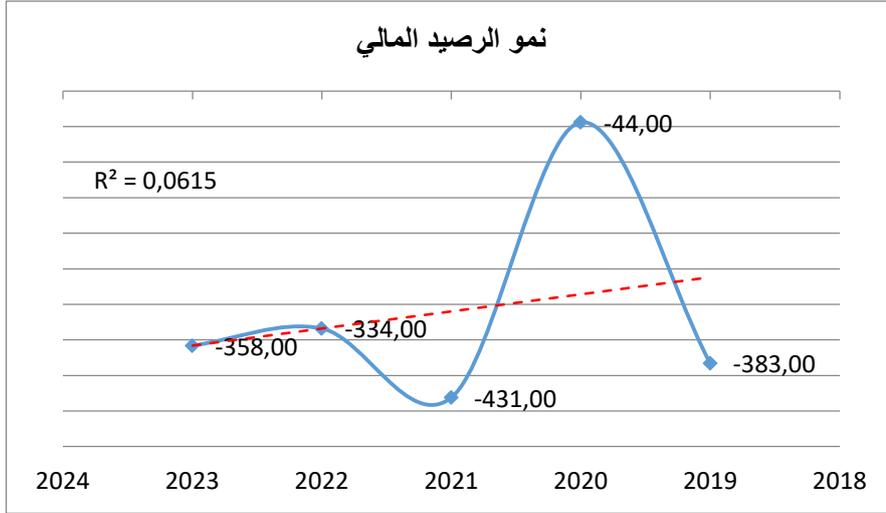
ويبقى الاتجاه العام للرصيد الاقتصادي في تنازل، إذا استمرت نفس الظروف على المدى المتوسط، والممثل بدالة

$$Y = (311,50)X + 522,50$$

بينما يتوقع أن ينخفض الرصيد الاقتصادي لسنتي 2022 و 2023 إلى (412) م. دج و (723,50) م. دج.

✚ الرصيد المالي (الخارجي) F: يعطي الجدول المعلومات التي يمكن تمثيلها في الشكل الموالي:

شكل رقم 48: نمو الرصيد المالي لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 14 و برنامج EXCEL

نلاحظ من التمثيل البياني أعلاه أن الرصيد المالي للشركة سالبا على مدى سنوات الدراسة، وهو ما يحقق شرط التوازن المالي حسب منطق TPF، فقد بلغ في السنة 2019 بـ: (383) م.دج معناه أن الشركة بصدد تسديد أقساطا من ديونها الطويلة، إلا أن تحليل المؤشرات الفرعية المكونة للرصيد المالي يبين أن الشركة قد اعتمدت على الديون المتوسطة والطويلة، حيث بلغ التغير في فيها 252 م.دج في هذه السنة، في حين تظهر نفس المؤشرات أن الشركة قد سددت الديون القصيرة الذي بلغ التغير فيها (374) م.دج، أي تقليص فترة تسديد للموردين أو تمديد فترة تحصيل الزبائن بسبب انخفاض النشاط كتسهيل من أجل تحسين النشاط، ويبقى إجراء اللجوء إلى الاستدانة طبيعيا جدا بما أن الشركة شهدت توسعا في استثمارات أو تجديدا لتثبيتاتها (نمو) في هذه السنة، بينما ارتفع الرصيد المالي في السنة الموالية مقارنة بالسنة الماضية ليلغ (44) م.دج، فالملاحظ أن الشركة لجأت إلى الديون الطويلة والقصيرة من جديد بالرغم من أن رصيد استثماراتها لم يشهد تغيرا، وهو ما يعتبره المحللون بمثابة ردة فعل عشوائية للشركة من أجل تغطية العجز المسجل في الرصيد الاقتصادي، ويشهد الرصيد المالي انخفاضا في السنة الموالية 2021 حيث بلغ: (431) م.دج ويعود ذلك إلى انخفاض الديون سيما القصيرة الذي بلغ التغير فيها (381) م.دج بمعنى أن الشركة بصدد تسديد استحقاقات قصيرة بهذه القيمة لهذه السنة بالرغم من أن الرصيد الاقتصادي لم يرق إلى المستوى المطلوب.

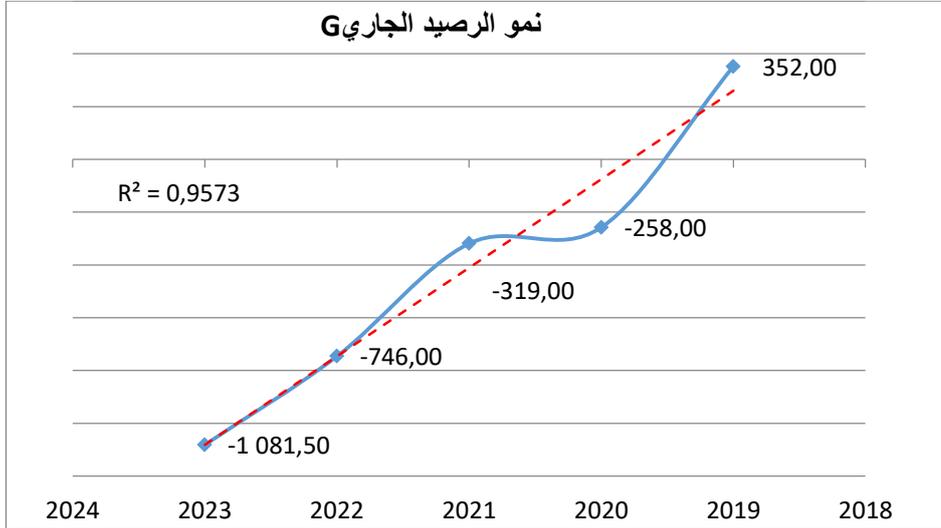
الملاحظ كذلك أن الاتجاه العام لا يمكن اعتماده بما أن معامل التحديد ضعيف جدا، فالشكل أعلاه لا يبين استراتيجية واضحة من الشركة في التعامل مع الديون، والدليل على ذلك أن الشركة لم تقدم على توزيع الأرباح على مدى

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

الستتين الأخيرتين من الدراسة، بمعنى أن هذه الأخيرة تتعامل وفق وضعيتها المالية في ظل قيود التغيرات الراهنة المفروضة عليها.

➤ الرصيد الجاري G: أعطى الجدول النتائج الممثلة بالشكل الموالي:

شكل رقم 49: نمو الرصيد الجاري لشركة الأوراسي للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 14 و برنامج EXCEL

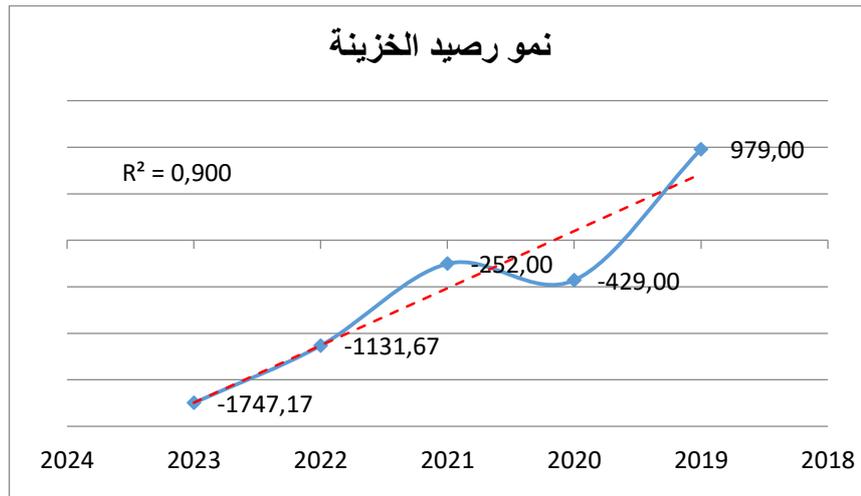
يبين الشكل أعلاه مدى تأثير الرصيد الجاري بالرصيد الاقتصادي للشركة، حيث نلاحظ أن الرصيد الجاري كان موجبا خلال السنة الأولى من الدراسة قدر بـ: 352 م.دج، فهو بذلك يحقق شرط التوازن حسب منطق TPF، ما يمكن الشركة من توزيع الأرباح وهو ما لاحظناه من خلال البيانات المقدمة في الجدول، في حين انخفاض المبيعات للسنة المالية أدى إلى انخفاض حاد في الرصيد الاقتصادي، الذي أدى بدوره إلى انخفاض الرصيد الجاري حيث وصل الرصيد إلى (258) م.دج، بالرغم من أن الشركة لجأت إلى الاستدانة خلال هذه الفترة، ويبقى الرصيد الجاري في نسق تنازلي رغم التحسن الطفيف الذي شهدته باقي الأرصدة، وعن القيم المتوقعة للرصيد الجاري للسنوات القادمة التي يمكن حسابها من خلال معادلة الاتجاه العام كما يلي:

$$Y = (335,50) X + 260,50$$

ليبلغ الرصيد خلال 2022 و 2023 قيمة: (746,00) م.دج و (1081,50) م.دج، إذا بقيت نفس القيود.

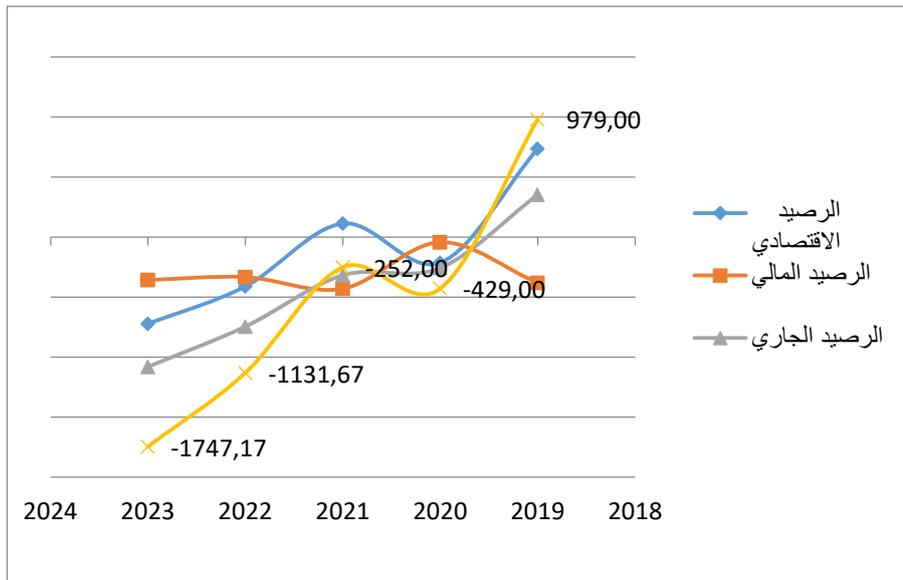
➤ التغير في الخزينة: تعطي معلومات الجدول الشكل الموالي:

شكل رقم 50: نمو خزينة شركة الأوراسي للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 14 و برنامج EXCEL

شكل رقم 51: نمو المؤشرات المكونة لمؤشر خزينة شركة الأوراسي للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 14 و برنامج EXCEL

يأخذ منحني التغير في الخزينة للشركة نفس الشكل تقريبا مع منحني الرصيد الاقتصادي، والجاري مع اختلاف طفيف مع الرصيد المالي الذي يوضح استراتيجية الشركة فيما يتعلق بالديون بأنواعها، فالخزينة شهدت فائضا في السنة الأولى من الدراسة بفضل العوائد المحققة والمشار إليها بالرصيد الاقتصادي حيث قدر الفائض بـ 979 م دج لينخفض بشكل كبير إلى (429) م دج في سنة 2020 والسبب الانخفاض الكبير في نشاط الشركة يعود إلى الركود الاقتصادي الذي

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

شهده العالم بأسره في هذه الفترة، بينما يتحسن التغير في الخزينة بشكل طفيف في السنة الموالية ليصل إلى (252) م دج وهذا بفضل تحسن النشاط خلال هذه الفترة إلا أنه يبقى غير كاف،

وعن الوضعية المتوقعة للخزينة للسنوات القادمة فيمكن حسابها من خلال معادلة الاتجاه العام كما يلي:

$$Y = (615,50) X + 714,83$$

حيث من الممكن أن يصل العجز إلى على التوالي ب: (1 131,67) م, دج و(1 747,17) م, دج, في سنة 2023

و2024 على التوالي، إذا بقيت نفس الظروف الصحية السائدة.

### ثالثا شركة AOM Invest:

تعتبر الشركة الحديثة النشأة **AOM Invest**، من أبرز بؤادر اهتمام الدولة الجزائرية بالاقتصاد الأخضر والتنمية

المستدامة من جهة، ومن جهة أخرى قطاع المؤسسات الناشئة،

**1. إعداد الجدول:** تم إعداد الجدول أدناه بالاعتماد على القوائم المالية للشركة، وطريقة المربعات الصغرى لإيجاد

معالم الاتجاه العام لكل مؤشر كما هو مبين في الجدول الموالي

الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

جدول رقم 15: جدول التدفقات المالية متعدد السنوات لشركة AOM Invest

للفترة 2019-2023 الوحدة: ألف دينار جزائري

2023	2022	2021	2020	2019	البيان
135 688,67	100 642,67	77 027,00	7 690,00	6 935,00	المبيعات
27 326,00	13 926,00	-	11 822,00	26 800,00	+ إنتاج الفترة (خارج الرسم)
22 502,00	21 338,00	24 145,00	11 068,00	21 817,00	- الإستهلاكات الوسيطة
		5 093,00	1 019,00	13 611,00	1. مواد أولية
		-	-	-	2. مناولات
		17 572,00	9 275,00	8 003,00	3. إستهلاكات وسيطة أخرى
		1 480,00	774,00	203,00	4. أتاوات ورسوم وحقوق الملكية التجارية والصناعية
85 860,67	65 378,67	52 882,00	8 444,00	11 918,00	= القيمة المضافة (VA)
0,31	0,24	5,26	-0,29	-	معدل النمو الظاهر
		0,06	0,24	-	معدل التضخم
0,31	0,24	4,97	-0,24	-	معدل النمو الفعلي
25 970,33	21 247,33	18 251,00	8 348,00	8 805,00	- تكاليف الأجراء
59 890,33	44 131,33	34 631,00	96,00	3 113,00	(1): فائض الاستغلال الإجمالي (EBE)
656,67	481,67	350,00	45,00	-	(2): التغير الصافي للمخزونات
		34 281,00	51,00	3 113,00	(3) = (1) - (2) الفائض العملياني
		4 616,00	802,00	5 494,00	(4): التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (المجاري التجاري) BFR <sub>EX</sub>
256,39	190,56	4 966,00	847,00	5 494,00	BFR <sub>EX</sub>
43 437,33	33 083,33	29 315,00	796,00	8 607,00	(5) = (3) - (4): فائض خزينة الاستغلال (ETE)
50 635,00	29 812,00	2 048,00	611 936,00	39 598,00	(6): استثمارات في تقييدات الاستغلال
110 589,00	141 766,00	31 363,00	612 732,00	30 991,00	(7) = (5) - (6) الرصيد الاقتصادي E: DAFIC
52 058,00	24 257,00	14 578,00	9 277,00	70 180,00	(8): التغير الصافي في الدينون
		1 082,00	7 578,00	61 955,00	• المتوسطة والطويلة الأجل
		15 660,00	1 699,00	8 225,00	• القصيرة الأجل
		4,00	-	-	(9): - تكاليف مالية والقرض الإيجابي
		-	-	-	- الضريبة على الأرباح
		-	-	-	- مساهمة العمال
		-	-	-	- أرباح موزعة على الشركاء
52 065,33	24 262,33	14 574,00	9 277,00	70 180,00	(10): الرصيد المالي (الخارجي) F
162 654,33	166 028,33	45 937,00	603 455,00	39 189,00	(11) = (7) + (10): الرصيد الجاري G
		-	-	1 150,00	+ إيرادات مالية
		-	-	178,00	+ نواتج التنازل عن التقييدات
		-	-	-	+الرفع من رأس المال
		518,00	63 308,00	61 955,00	+/- نواتج أخرى ونواتج استثنائية
		1 800,00	29 440,00	-	- حيازة قيم أخرى ثابتة
		2 397,00	3 390,00	1 266,00	- التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR <sub>HE</sub>
-222804,00	-195727,00	47 052,00	572 977,00	101 206,00	التغير في الخزينة

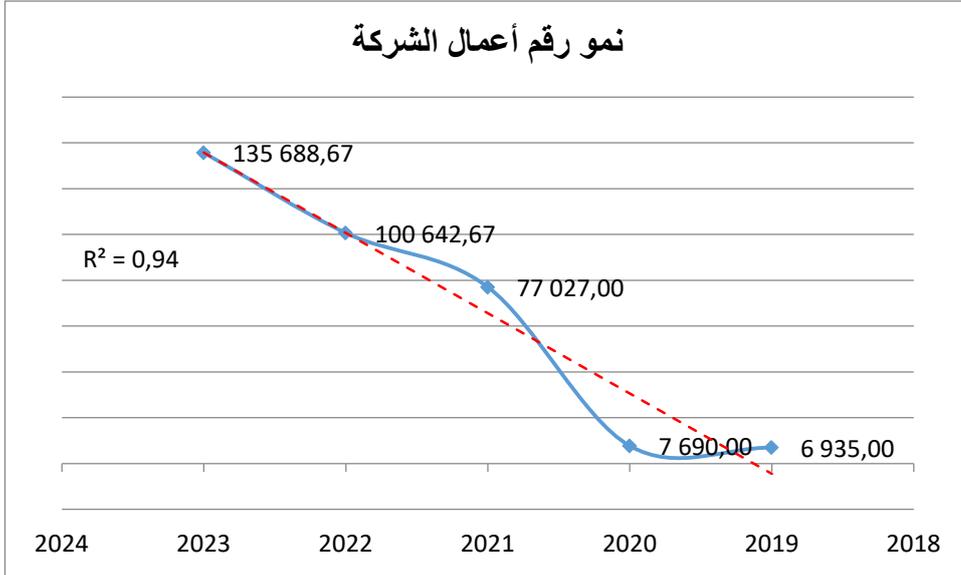
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية و مخرجات برنامج EXCEL

2. عرض نتائج الجدول:

أعطت بيانات الجدول النتائج التالية:

✚ رقم الأعمال: (المبيعات السنوية): يتطور رقم أعمال الشركة من سنة لأخرى كما يظهر في الشكل الموالي:

شكل رقم 52: نمو رقم أعمال شركة AOM للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 15 و برنامج EXCEL

بلغ رقم الأعمال في السنة الأولى من الدراسة 6935 ألف دج، ليرتفع بشكل طفيف في السنة الموالية حيث بلغ 7690 ألف دج، في حين تطور رقم أعمال الشركة بشكل متسارع في سنة 2021، حيث بلغ: 77027 ألف دج، أي بمعدل نمو يزيد عن 900 %، ويرجع ذلك لكون الشركة من فصيلة الشركات الناشئة التي أسست على فكرة ابتكارية وهي دراسة وتنفيذ المشاريع السياحية واستغلال المياه المعدنية (التنمية المستدامة)، فالمعلوم أن أبرز ما يميز الشركات الناشئة هو النمو المتسارع وهو ما لاحظناه في حالتنا هذه، إضافة إلى ذلك فالشركة لم تتأثر بالظروف الاقتصادية السائدة خلال فترة الدراسة، لأنها مبنية على أفكار ابتكارية أساسها استغلال الفرص المتاحة على عكس الشركات الناضجة التي لاحظنا تأثر مبيعاتها بشكل كبير، فهذا المؤشر يبين بشكل واضح النمو الكبير الذي شهدته الشركة في نشاطها الاقتصادي.

و الملاحظ كذلك، في المنحنى أعلاه، أن معامل التحديد بلغ  $R^2 = 0,94$  بمعنى أن العلاقة بين رقم الأعمال المحقق وسنوات الدراسة قوية جدا أي 94 % من تغير رقم أعمال الشركة يفسرها تغير الزمن وتبقى 6 % ترجع إلى عوامل أخرى، وبناء على هذا يمكن توقع رقم الأعمال للسنوات المقبلة من خلال معادلة الاتجاه العام التالية:

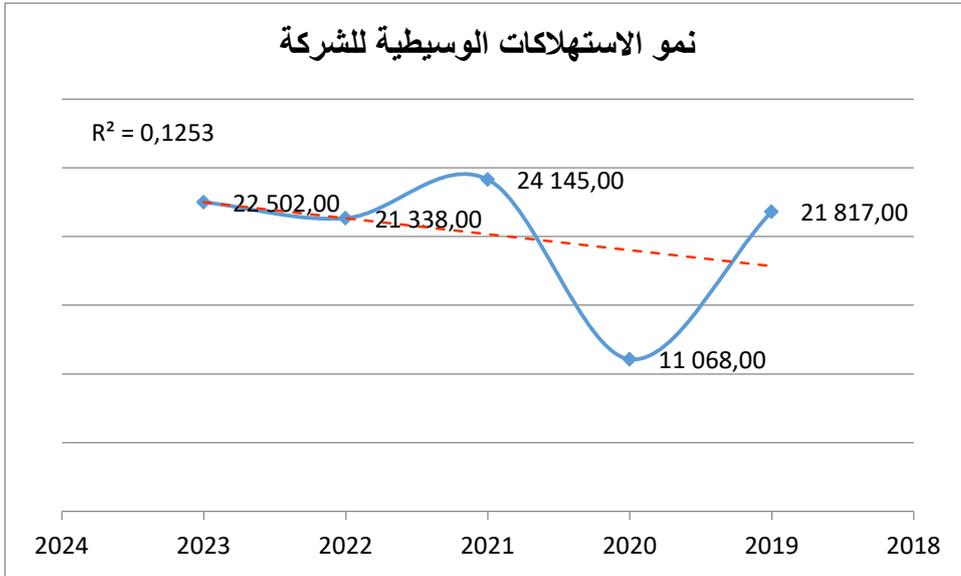
$$Y = 35\,046 - X \cdot 4\,495,33$$

حيث من المتوقع أن يبلغ رقم الأعمال لسنة 2022 و 2023 على التوالي ب: 100 642,67 ألف دج و

135 688,67 ألف دج، ما لم تحدث تغيرات كبيرة في المدى المتوسط.

مؤشر الإستهلاكات الوسيطة: تمثل النتائج التي يعطيها جدول TPDF في الشكل الموالي:

شكل رقم 53: نمو الإستهلاكات الوسيطة لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023



المصدر: من الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 15 و برنامج EXCEL

يظهر من الشكل أعلاه عدم تتطابق منحنى الإستهلاكات الوسيطة مع منحنى رقم الأعمال ويرجع سبب هذا الاختلاف إلى إنتاج الفترة الذي يضاف إلى المبيعات المحققة خلال السنة حيث قدر في سنة 2019 و 2020 بـ 26800 ألف دج و 11822 ألف دج على التوالي في حين لم يسجل في سنة 2021، وبالعودة إلى تحليل النتائج نجد أن الشركة شهدت انخفاضاً في استهلاكاتها الوسيطة خلال سنة 2020 حيث قدرت بـ 11068 ألف دج بعد أن كانت 21817 ألف دج لتعاود الارتفاع إلى 24145 ألف دج خلال السنة الموالية، ويبين هذا المؤشر مدى تطور حجم النشاط الاقتصادي للشركة،

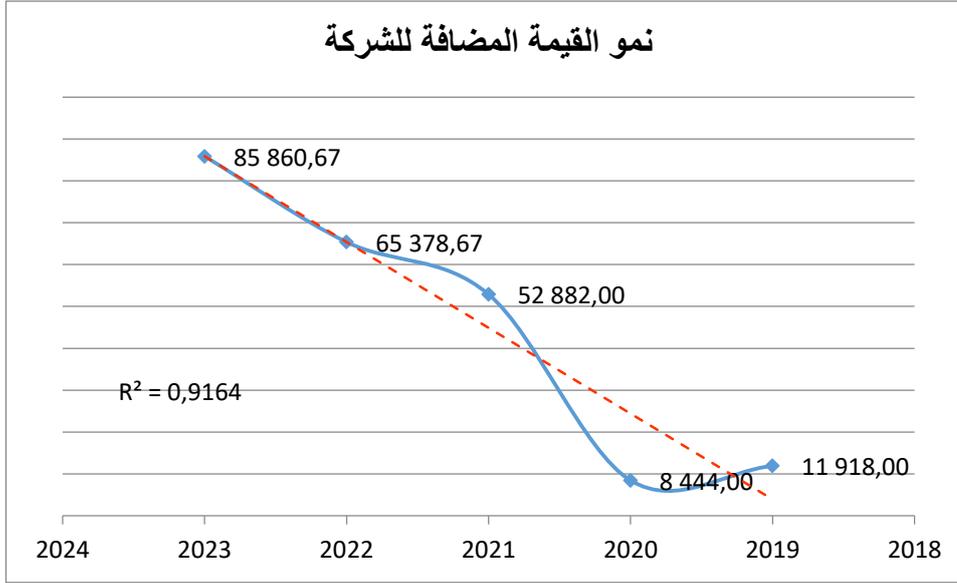
بينما معادلة خط الاتجاه العام هي:

$$Y = 1164X + 17846$$

وستبلغ الإستهلاكات الوسيطة للشركة لسنتي 2022 و 2023 إذا بقيت نفس الظروف في المدى المتوسط: 21338

ألف دج و 22502 ألف دج على التوالي.

شكل رقم 54: نمو القيمة المضافة لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 15 و برنامج EXCEL

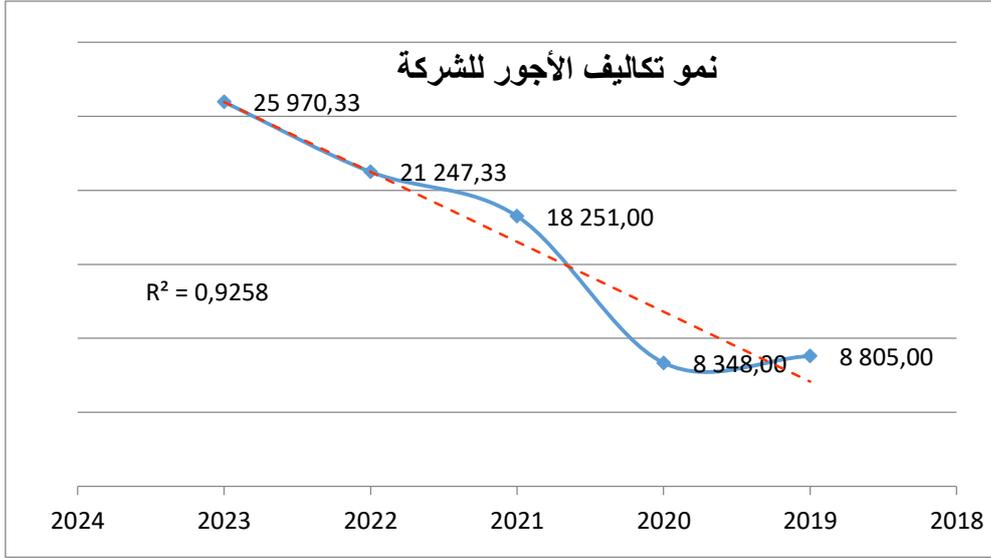
قدرت القيمة المضافة في السنة الأولى من الدراسة بـ: 11818 ألف دج وهذا دلالة على فعالية النشاط برغم الظروف الاقتصادية التي تشهدها هذه الفترة، لتتخفف خلال السنة الثانية من الدراسة وبشكل طفيف فتصل إلى 8444 ألف دج، لكن سرعان ماتعاود الارتفاع بشكل متسارع لتبلغ 52882 ألف دج، أي زيادة بمعدل 526%، وهو أمر ليس بالمستحيل بما أن الشركة من أصناف المؤسسات الناشئة المبنية على فكرة ابتكارية، ضف إلى هذه الخاصية أي النمو السريع للمؤسسات الناشئة فهي تمتلك مرونة تساعد على التكيف مع التغيرات البيئية الكبيرة، وقبل هذا فأغلبها وليدة التغيرات وحالة اللإستقرار التي تشهدها البيئة الاقتصادية، وهو ما لاحظناه في حالتنا هذه، فبالرغم من الركود الاقتصادي الذي يشهده قطاع الخدمات السياحية والفندقية إلا أن الشركة تحقق نموا كبيرا في نشاطها وقيمة مضافة معتبرة ومتزايدة، عكس المؤسسات الناضجة (شركة الأوراسي) التي تعاني انخفاضا كبيرا في إيراداتها خلال نفس الفترة من الدراسة. ويظهر لنا الشكل وجود اتجاه عام بما أن معامل التحديد بلغ  $R^2 = 91,60\%$  والتي تعني أن 91,6% من تغير القيمة المضافة للشركة تفسرها العلاقة الخطية التي تمثل معادلة خط الاتجاه العام في حين تبقى 8,40% ترجع إلى عوامل أخرى، المعادلة هي:

$$Y = 20\,482X + 3\,932,67$$

حيث يمكن للمدير المالي حساب القيمة المضافة المتوقعة للسنوات القادمة، إذا لم تحدث تغيرات على المدى المتوسط

والتي قد تبلغ قيمتها لسنة: 2022 و 2023 على التوالي 65 378,6 ألف دج و 85 860,67 ألف دج.

شكل رقم 55: نمو تكاليف الأجور شركة AOM Invest للفترة 2019-2023



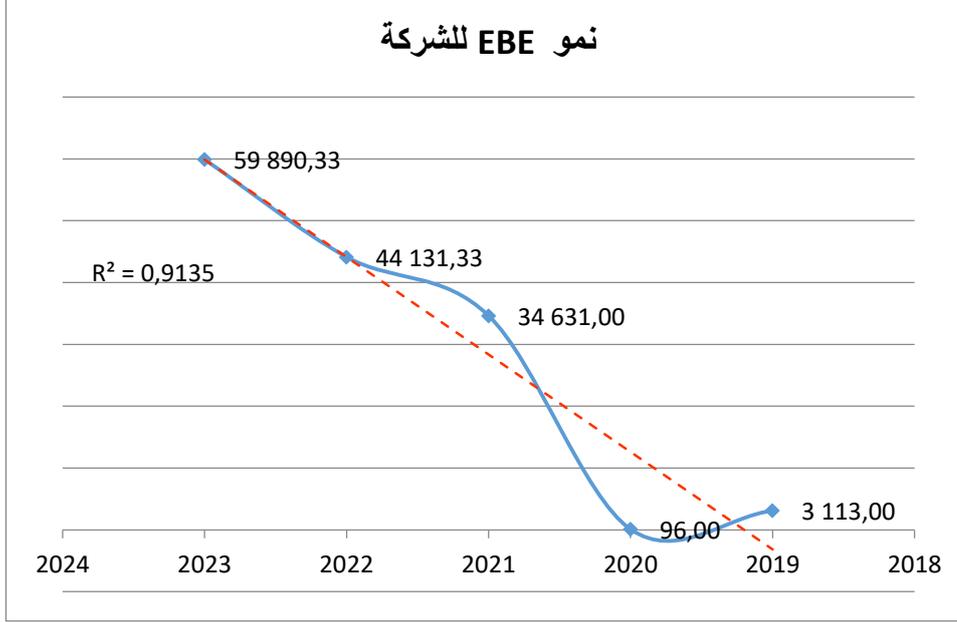
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 15 و برنامج EXCEL

عرفت تكاليف الأجور نسقا تصاعديا موازاة مع نمو القيمة المضافة ومبيعات الشركة، وهذا إن دل عن شيء إنما يدل على نمو حجم نشاط الشركة وتطور متطلباتها من العمالة، فالشركة شهدت نموا متسارعا في رقم أعمالها موازاة مع نمو تكاليف الأجور بنفس الوتيرة تقريبا ما يبين كفاءة واستراتيجية الشركة اتجاه احتياجاتها من اليد العاملة وما يتبعها، حيث وفي وقت وجيز استطاعت تلبية احتياجاتها من المورد البشري لتوسيع أنشطتها، وقدرت تكاليف العمال في سنة 2021 بـ: 18251 ألف دج بعد أن كانت أقل من النصف تقريبا في السنة التي قبلها 8348 ألف دج أي تطورت بأكثر من الضعف خلال سنة ، والاتجاه العام لهذا المؤشر يكون وفق المعادلة:  $Y=4 723X + 7 078,33$

والتي من خلالها يمكن حساب التكاليف المتوقعة للأجور للسنة 2022 و 2023 والمقدرة بـ: 21 247,33 ألف دج، و 25 970,33 ألف دج، هذا إذا لم تغير الشركة من استراتيجيتها في تسيير الموارد البشرية على المدى المتوسط والطويل .

✚ فائض الإجمالي للاستغلال EBE: يمكن تمثيل نتائج الجدول في الشكل الموالي:

شكل رقم 56: نمو الفائض الإجمالي للاستغلال لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 15 و برنامج EXCEL

يذكر أن هذا المؤشر يبين مدى فعالية نشاط الاستغلال للشركة، حيث حققت الشركة خلال السنة الأولى من الدراسة فائضا إجماليا معتبرا قدر بـ: 3113 ألف دج لينخفض في السنة الموالية إلى 96 ألف دج، ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع التكاليف الوسيطة الأخرى، في حين يعاود الارتفاع بشكل متسارع حيث قدر في سنة 2021 بـ: 34631 ألف دج أي بأضعاف كثيرة مقارنة بالسنة التي قبلها، فالشركة تحقق فوائض مالية بالرغم من الركود الاقتصادي وهذا من مزايا الشركات الناشئة. أما عن الفائض الإجمالي للاستغلال للسنوات القادمة يمكن حسابه من خلال معادلة الاتجاه العام:

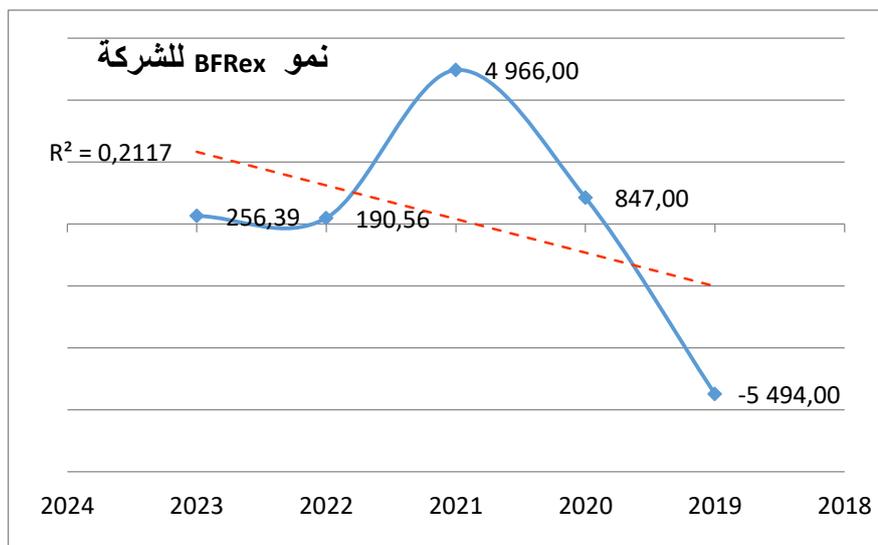
$$Y=15\ 759\ X - 3\ 145,67$$

إذ من المتوقع أن يصل إلى 44 131,33 ألف دج في سنة 2022 و 59 890,33 ألف دج في سنة 2023.

✚ التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR<sub>EX</sub>: تعطي معلومات الجدول المنحني التالي:

شكل رقم 57: نمو التغير الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال

لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 15 و برنامج EXCEL

بلغ التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال خلال السنة الأولى من الدراسة (5494) ألف دج، بمعنى أن رصيد الموردين أعلى من رصيد الزبائن والمخزون فالشركة في بداية نشاطها، ويتطور الاحتياج في رأس المال العامل بشكل شبه منتظم، حيث بلغ 847 ألف دج خلال سنة 2020، ليصل إلى 4966 ألف دج في السنة الموالية، وهي دلالة واضحة على نمو النشاط العادي للشركة أي زيادة التدفقات النقدية الداخلة، برغم الركود الاقتصادي التي يشهده القطاع السياحي خصوصا والاقتصاد الوطني بشكل عام، فالشركة من نوع الشركات الناشئة التي تولد من مثل هذه الظروف (حالة الاستقرار)،

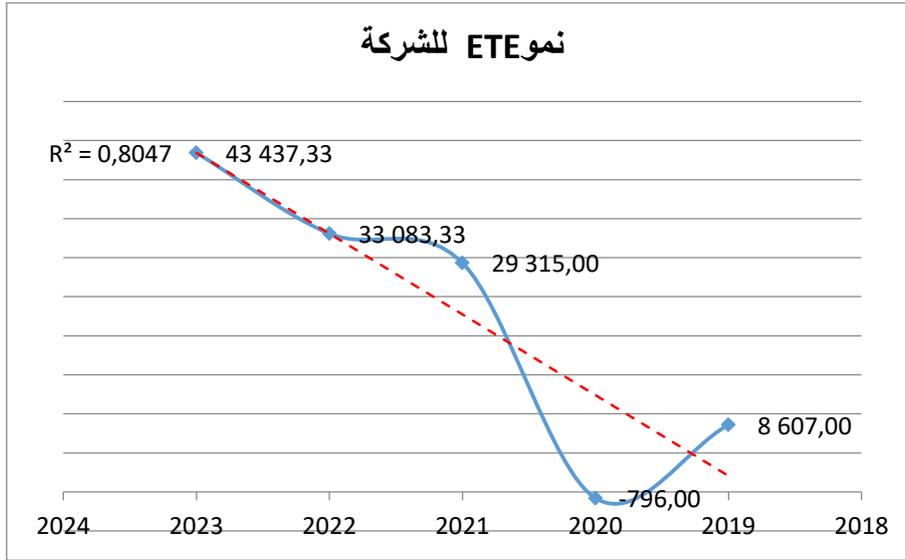
الملاحظ كذلك الارتباط القوي جدا بين المتغيرين، حيث بلغ معامل التحديد  $R^2 = 0.99$ ، لذلك يمكن اعتماد معادلة خط الاتجاه العام لحساب التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للسنوات المقبلة،

$$Y = 5\,230 X - 5\,123,67$$

فمن المتوقع أن يبلغ الاحتياج في رأس المال العامل للسنتين المقبلتين على التوالي: 10 566,33 ألف دج و 15 796,33 ألف دج.

✚ فائض خزينة الاستغلال ETE: أعطت النتائج الموجودة بالجدول المنحنى الممثل بالشكل الموالي:

شكل رقم 58: نمو فائض خزينة الاستغلال لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 15 وبرنامج EXCEL

تحقق الشركة خلال السنة الأولى من الدراسة فائضا في خزينة الاستغلال يقدر بـ: 8607 ألف دج، ما يدل على فعالية النشاط العادي للشركة، كما ساهم في هذا الفائض الرصيد السالب للاحتياج في رأس المال عامل للاستغلال، إلا أن هذا الفائض سرعان من ينخفض بشكل سريع، بسبب ارتفاع رصيد التغير في الاحتياج ضف إليها الانخفاض المسجل في رصيد القيمة المضافة بسبب انخفاض انتاج الفترة الذي يضاف إلى رقم الأعمال، أما خلال السنة المالية تشهد الشركة ارتفاعا بشكل متسارع في رصيد خزينة الاستغلال ويعود ذلك إلى الارتفاع الذي يشهده رقم الأعمال ، وهو الدليل على زيادة حجم وفعالية النشاط الاستغلالي للشركة، حيث قدرت خزينة الاستغلال خلال هذه السنة بـ: 29315 ألف دج، كما يمكن تحديد معادلة خط الاتجاه العام لنمو ETE بما أنه هناك علاقة ارتباط قوية بين المتغيرين قدر فيها معامل التحديد بـ:  $R^2 = 0.80$  بمعنى 80% من قيمة تغير خزينة الاستغلال تفسر بالعلاقة الخطية المالية وتبقى 20% ترجع إلى عوامل أخرى كما يلي:

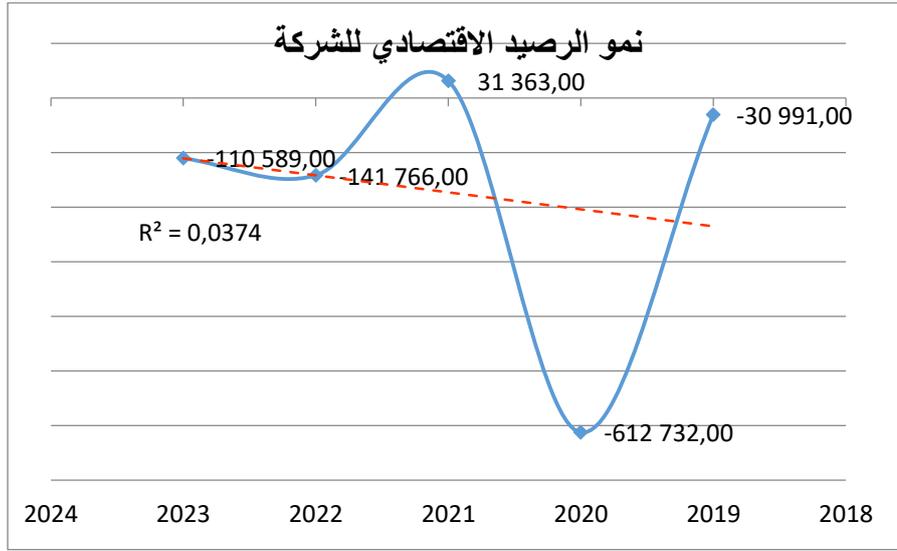
$$Y = 10\,354 X + 2\,021,335$$

كما يمكن حساب خزينة الاستغلال المتوقعة لسنة 2022 و 2023 على التوالي والتي من المتوقع أن يصل الفائض إلى 33 083,33 ألف دج و 43 437,33 ألف دج، إذا واصل أصحاب القرار في نفس الاستراتيجية على المدى المتوسط.

➡ الرصيد الاقتصادي DAFIC-E: يمكن أن تمثل المعلومات التي تحصلنا عليها من جدول التدفقات المالية

متعدد السنوات في الشكل الموالي:

شكل رقم 59: نمو الرصيد الاقتصادي لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023

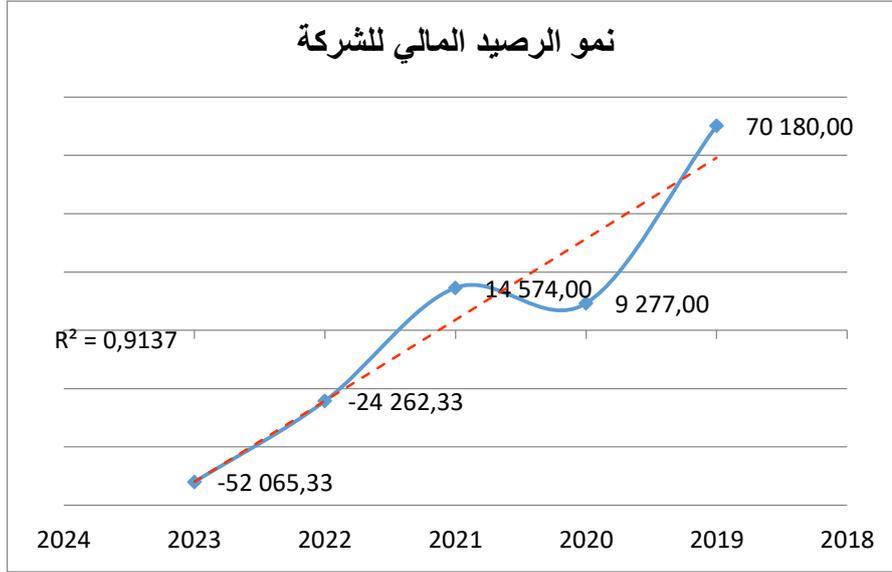


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 15 و برنامج EXCEL

سجلت الشركة خلال السنة الاولى من الدراسة عجزا كبيرا في الرصيد الاقتصادي الذي بلغ (30991) ألف دج، برغم من تحقيقها لفائض لا بأس به في خزينة الاستغلال، ويرجع سبب هذا العجز إلى نمو تثبيتات الاستغلال، بمعنى توسع الشركة بشكل كبير لا يتماشى وفلسفة الجدول متعدد السنوات الذي يتطلب تمويل تثبيتات الاستغلال أو التوسع باستخدام الفائض المحقق من النشاط العادي للشركة، بينما لاحظنا العكس قامت الشركة باقتناء تثبيتات تفوق قدرتها أو ما يعرف عند أهل الاختصاص بالنمو الغير متوازن، واستمر انخفاض الرصيد الاقتصادي للشركة خلال سنة 2020 ليبلغ (612732) ألف دج، موازاة مع نمو التثبيتات بنفس القيمة تقريبا، بمعنى قامت بالتوسع ليس في حدود قدرتها المالية، فحسب منطق الجدول لا ينصح بتمويل التوسع الذي يفوق القدرات المالية للشركة لما قد ينجر عنه من مخاطر مالية (الاستدانة) قد تتسبب في خروج الشركة من السوق، وهو ما سنعينه في الرصيد المالي، أما خلال السنة الموالية فشهدت ارتفاع الرصيد الاقتصادي بشكل سريع حيث بلغ 31363 ألف دج وهو رصيد معتبر مقارنة بالسابق، ويعود الفضل في هذا إلى الفائض المحقق في رصيد خزينة الاستغلال، إضافة إلى خفض الشركة لاستثماراتها، بمعنى عدم تمويل استثمارات جديدة، فالشركة في هذه السنة حققت شرط من شروط التوازن المالي الذي يفرضه جدول التدفقات المتعدد السنوات، أما عن الاتجاه العام للرصيد الاقتصادي، فالملاحظ هو عدم وجود ارتباط قوي بين المتغيرين بسبب التغير المفاجئ للاستثمارات التي أثرت في تغير الرصيد الاقتصادي.

➡ الرصيد المالي (الخارجي) F: يعطي الجدول المعلومات التي يمكن تمثيلها في الشكل الموالي:

شكل رقم 60: نمو الرصيد المالي لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 15 و برنامج EXCEL

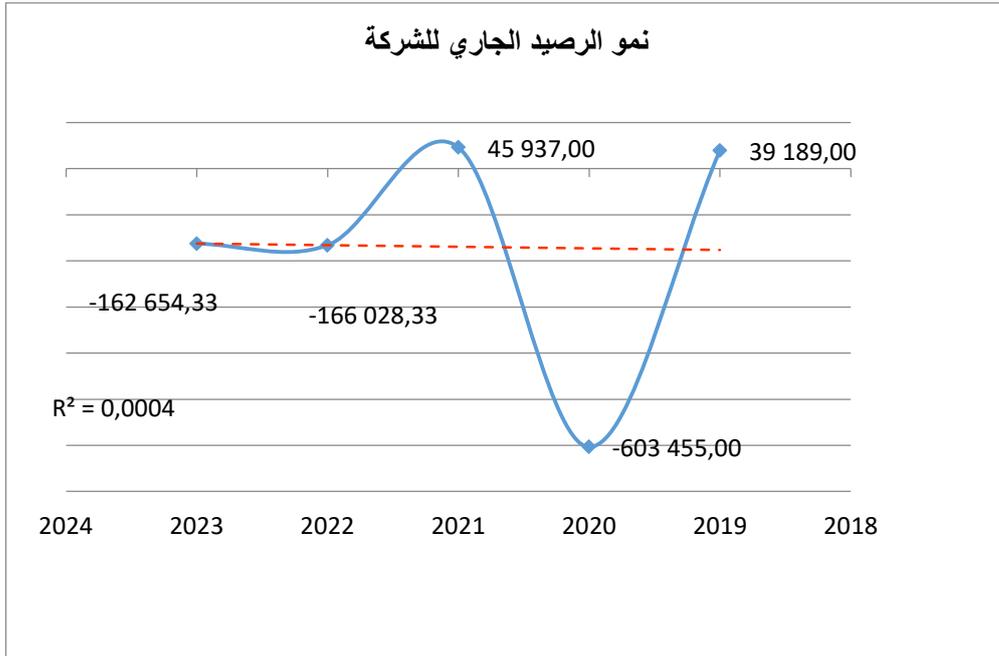
الملاحظ من الشكل أعلاه هو اتجاه الرصيد المالي نحو القيم السالبة بعد أن كان موجبا ومعتبرا، أي الاتجاه نحو تحقيق شرط التوازن المالي حسب منطق الجدول المتعدد السنوات، فقد بلغ الرصيد خلال السنة الأولى من الدراسة 70100 ألف دج، وسرعان من انخفاض إلى 9277 ألف دج و 14574 ألف دج خلال سنة 2021 وهذه دلالة على أن الشركة بصدد تسديد أقساط من الديون الطويلة والمتوسطة بعد أن لجأت إلى الاستدانة في السنة الأولى والثانية من الدراسة وقد يرجع سبب اللجوء إلى الاستدانة إلى تمويل الاستثمارات والتوسعات التي ذكرناها سابقا والتي أثرت بشكل كبير على الرصيد

الاقتصادي، أما عن الاتجاه العام للرصيد المالي الممثل بالمعادلة:  $Y = (27\ 803) X + 59\ 146,67$

حيث من المتوقع أن يصل الرصيد المالي إلى (24262,33) و (52065,33) ألف دج خلال سنة 2022 و 2023 .

الرصيد الجاري G: أعطى الجدول النتائج الممثلة بالشكل الموالي:

شكل رقم 61: نمو الرصيد الجاري لشركة AOM Invest للفترة 2019-2023

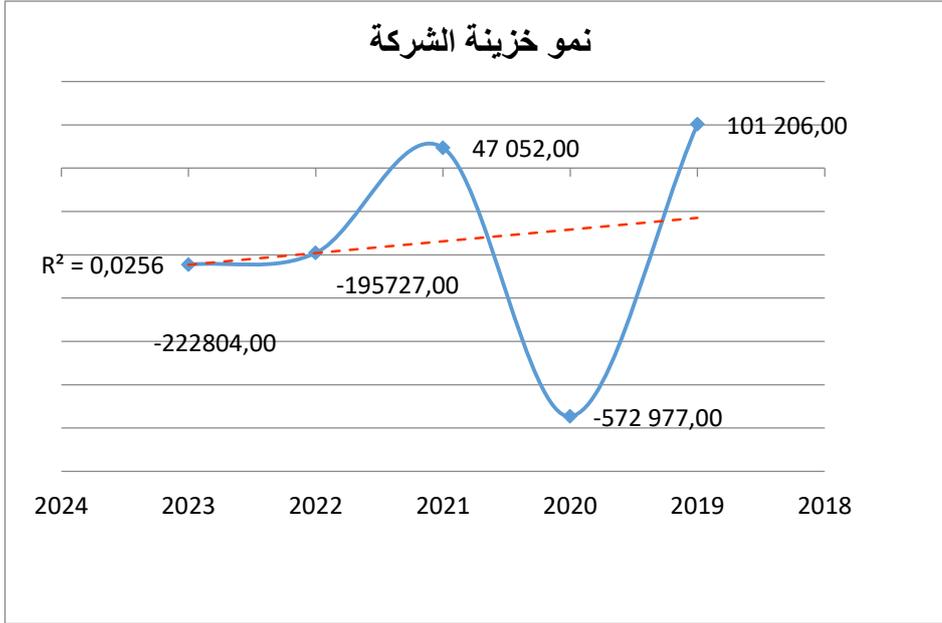


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 15 و برنامج EXCEL

يظهر المنحنى أعلاه مدى تأثير الرصيد الاقتصادي في الرصيد الجاري للشركة، فالملاحظ أنه كان موجبا خلال السنة الأولى من الدراسة قدر بـ: 39189 ألف دج ، فهو بذلك يحقق شرط التوازن حسب منطق TPF، ما يتيح لمجلس إدارة الشركة مجالا لاتخاذ قرار توزيع الأرباح، لكن سرعان ما انخفض الرصيد الجاري وبشكل متسارع بسبب انخفاض الرصيد الاقتصادي لهذه السنة بسبب نمو الاستثمارات، ليعاود الارتفاع إلى 45937 ألف دج، وعن الاتجاه العام للرصيد الجاري، فقد تبين من خلال قيمة معامل التحديد  $R^2 = 0,00$  والتي تعني متغير الزمن لا يفسر تغير مؤشر الرصيد الجاري للشركة.

التغير في الخزينة: تعطي معلومات الجدول الشكل الموالي:

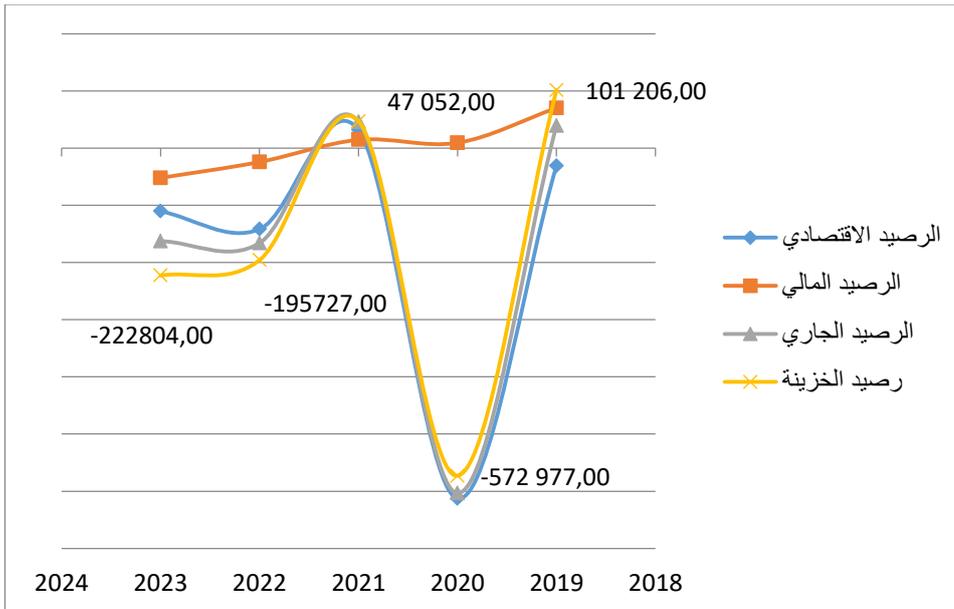
شكل رقم 62: نمو خزينة شركة AOM Invest للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 15 و برنامج EXCEL

أما عن المؤشرات الرئيسية المكونة للرصيد النهائي للخبزينة فهي ممثلة في المنحنى الموالي:

شكل رقم 63: نمو الأرصدة المكونة لخبزينة شركة AOM Invest للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 15 و برنامج EXCEL

حققت الخزينة فائضا معتبرا خلال السنة الأولى من الدراسة، حيث بلغ الرصيد 101206 ألف دج، لتتخفص بشكل متسارع جدا خلال السنة الموالية من الدراسة بسبب، كما ذكرنا تمويل الاستثمارات والتوسعات الجديدة، حيث وصل العجز في الخزينة إلى (572977) ألف دج، ليعاود الرصيد الارتفاع حيث بلغ 47052 ألف. دج خلال السنة 2021، والملاحظ أن منحى رصيد الخزينة أخذ نفس الشكل تقريبا مع منحى الرصيد الاقتصادي والجاري، في حين ظهر الرصيد المالي مختلفا قليلا، علما أنه هذه الأرصدة هي الأرصدة المكونة للرصيد النهائي للخزينة، ويدل هذا على أن الشركة تعتمد بالدرجة الأولى على نشاط الاستغلال، حيث لاحظنا أن كل المنحنيات أخذت تقريبا نفس الشكل مع الرصيد الاقتصادي، فلو كان مصدر آخر للتدفقات النقدية لظهر تأثيره على رصيد الخزينة.

رابعا شركة صيدال: بالاعتماد على المعلومات التي توفرها القوائم المالية لشركة صيدال وبرنامج EXCEL، يمكننا بناء جدول التدفقات المالية متعدد السنوات وحساب القيم المتوقعة لمختلف المؤشرات كما هو موضح في النموذج الموالي:

**1. إعداد الجدول:** بناء على القوائم المالية للشركة وطريقة الاتجاه العام تم إعداد الجدول الموضح أدناه:

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

جدول رقم 16: جدول التدفقات المالية متعدد السنوات لمجمع صيدال للفترة 2019-2023 الوحدة: ألف دج

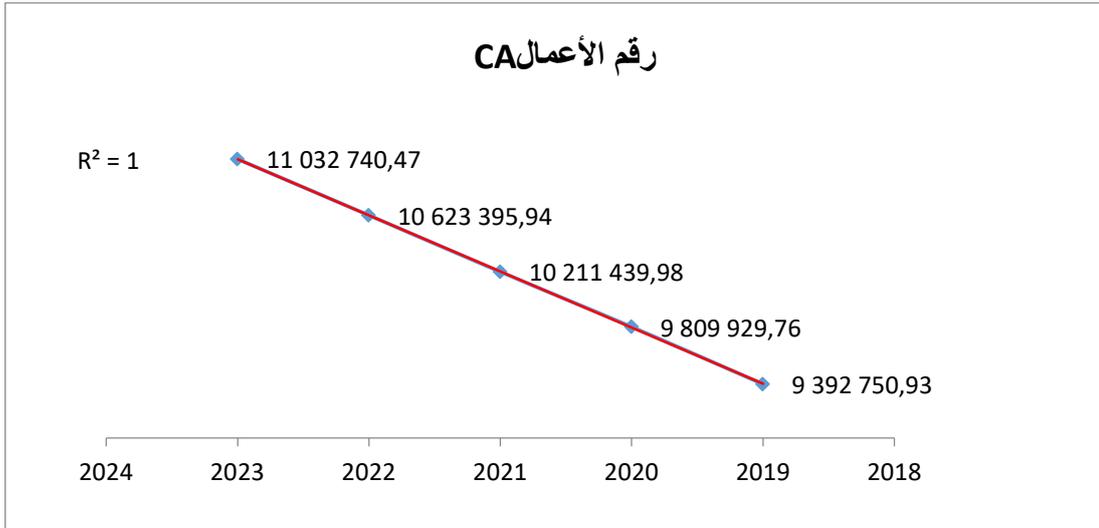
2023	2022	2021	2020	2019	البيان
11 032 740,47	10 623 395,94	10 211 439,98	9 809 929,76	9 392 750,93	المبيعات
650 737,71	694 754,83	997 900,76	264 531,45	1 085 935,00	+ إنتاج الفترة (خارج الرسم)
6 385 794,66	6 194 197,57	6 229 156,65	5 357 891,05	5 845 962,47	- الإستهلاكات الوسيطة
		4 999 154,72	4 245 356,68	4 577 729,59	1. مواد أولية
		-	-	-	2. مناوالت
		1 067 885,79	910 765,52	1 113 922,48	3. إستهلاكات وسيطة أخرى
		162 116,14	201 768,85	154 310,40	4. أتاوات ورسوم وحقوق الملكية التجارية والصناعية
5 297 683,52	5 123 953,20	4 980 184,09	4 716 570,16	4 632 723,46	= القيمة المضافة (VA)
0,03	0,03	0,06	0,02	-	معدل النمو الظاهر
		0,06	0,24		معدل التضخم
0,03	0,03	0,05	0,01	-	معدل النمو الفعلي
4 333 463,16	4 118 818,61	3 944 240,79	3 609 396,02	3 514 951,68	- تكاليف الأجراء
964 220,35	1 005 134,59	1 035 943,30	1 107 174,14	1 117 771,78	(1): فائض الاستغلال الإجمالي (EBE)
5 155 085,43	3 827 465,79	3 254 497,95	-337077,09	599 258,67	(2): التغير الصافي للمخزونات
		2 218 554,65	1 444 251,23	518 513,11	(3) = (1) - (2) الفائض العملياني
		1 633 612,35	1 156 674,83	189 250,39	(4): التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (الجارى التجاري) BFR <sub>EX</sub>
1 337 587,79	1 051 103,87	1 620 885,60	819 597,74	788 509,06	BFR <sub>EX</sub>
6 515 760,69	4 731 038,54	3 839 440,25	624 653,49	269 995,95	(5) = (3) - (4): فائض خزينة الاستغلال (ETE)
		671 534,80	245 554,53	1 069 617,63	(6): استثمارات في تفتينات الاستغلال
6 580 872,10	4 995 191,36	4 510 975,05	379 098,96	1 339 613,58	(7) = (5) - (6) الرصيد الاقتصادي DAFIC E:
		3 406 136,85	345 288,56	453 578,68	(8): التغير الصافي في الديون
		3 420 587,59	1 576,25	520 639,70	• المتوسطة والطويلة الأجل
		14 450,74	343 712,31	974 218,38	• القصيرة الأجل
		10 569,42	154 762,52	343 123,10	(9): - تكاليف مالية والقرض الإيجاري
		7 112,41	24 094,67	21 011,20	- الضريبة على الأرباح
		-	-	-	- مساهمة العمال
		13 820,34	52 434,67	44 497,97	- أرباح موزعة على الشركاء
6 156 176,41	4 498 281,67	3 374 634,68	113 996,70	58 845,20	(10): الرصيد المالي (الخارجي) F
424 695,68	496 909,69	1 136 340,37	493 095,66	1 280 768,38	(11) = (7) + (10): الرصيد الجاري G
		83 015,00	66 187,50	122 500,00	+ إيرادات مالية
		12 687,72	1 302,92	399,00	+ نواتج التنازل عن التفتينات
		-	-	-	+الرفع من رأس المال
		1 300 000,00	497 700,00	374 965,64	+/- نواتج أخرى ونواتج استثنائية
		198 592,71	166 695,00	181 720,58	- حيازة قيم أخرى ثابتة
		930,13	464 194,80	71 149,91	- التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال
					BFR <sub>HE</sub>
1460574,46	912767,59	59 839,51	427 396,28	1 035 774,23	التغير في الخزينة

المصدر: من إعداد الباحث بناء على القوائم المالية ومخرجات برنامج EXCEL

1. عرض النتائج: أعطت بيانات الجدول النتائج التالية:

رقم الأعمال (المبيعات السنوية): يتطور رقم أعمال الشركة كما هو موضح في الشكل الموالي:

شكل رقم 64: نمو رقم الأعمال لمجمع صيدال للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 16 و برنامج EXCEL

يمثل المنحنى أعلاه نمو رقم أعمال شركة صيدال على مدى خمس سنوات، إذ قدر بـ: 9 392 750,93 ألف دج في نهاية سنة 2019 ليرتفع بنفس الوتيرة تقريبا على مدى السنتين 2020 و 2021 وهو ما يدل على نمو حجم نشاط الشركة ما قد يفسر زيادة الطلب على المنتجات الصيدلانية بسبب جائحة كوفيد 19 التي اجتاحت العالم بمافيها الجزائر والملاحظ في هذا المنحنى أن معامل التحديد  $R^2 = 1$ ، الذي يدل على وجود ارتباط تام بين رقم الأعمال وسنوات الدراسة أي معناه أن 100 % من تغير رقم أعمال الشركة تفسر بالعلاقة الخطية أو معادلة الاتجاه العام، حيث يمكن الاعتماد على المعادلة في تقدير رقم الأعمال المتوقع للسنتين المقبلتين كما يلي:

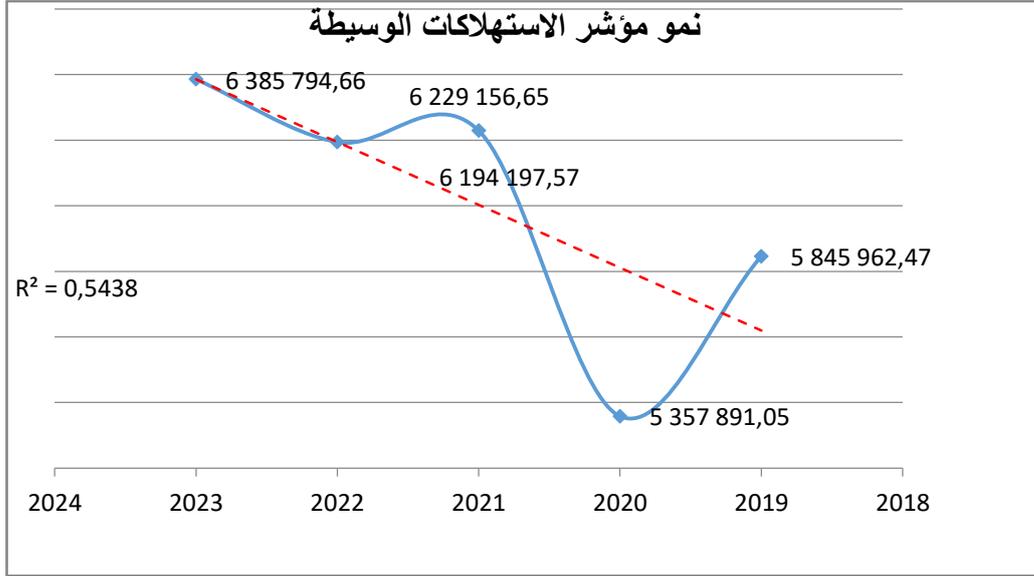
$$Y = 409 344,53 X + 9 395 362,37$$

حيث سيبلغ رقم الأعمال للسنة 2022 و 2023 على التوالي: 10 623 395,94 و 11 032 740,47 ألف

دج مالم تكن هناك تغيرات استثنائية على المدى المتوسط.

مؤشر الإستهلاكات الوسيطة: تمثلت النتائج التي يعطيها جدول TPDF في الشكل الموالي:

شكل رقم 65: نمو الإستهلاكات الوسيطة لمجمع صيدال للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 16 و برنامج EXCEL

يبين الشكل أعلاه تطور الإستهلاكات الوسيطة، إذ قدرت في سنة 2019 بـ: 5 845 962,47 ألف دج لتتخفص إلى 5 357 891,05 ألف دج في سنة 2020، وبعدها تأخذ منحى تصاعديا، حيث بلغت في سنة 2021 قيمة 6 229 156,65 ألف دج، فزيادة الإستهلاكات الوسيطة يدل على زيادة حجم نشاط الاستغلال للشركة، أو ارتفاع أسعار المواد الأولية في الأسواق العالمية وبدرجة أقل التضخم الذي لا يظهر أثره في المدى القريب.

أما عن معامل التحديد  $R^2 = 0,543$  الذي يدل على أن 54,3% من تغير الإستهلاكات الوسيطة يفسرها تغير الزمن وتبقى 45,7% ترجع إلى عوامل أخرى، وجود ارتباط بين المتغيرين يمكن توقع حجم الإستهلاكات الوسيطة للسنوات المقبلة مالم تكن هناك تغيرات في المدى المتوسط، وذلك من خلال خط الاتجاه العام الممثل بالمعادلة:

$$Y = 191 597,09X + 5 619 406,30$$

حيث يتوقع أن تبلغ قيمة الإستهلاكات الوسيطة في سنة 2022 و 2023 على التوالي:

6 194 197,57 و 6 385 794,66 ألف دج.

شكل رقم 66: نمو القيمة المضافة لمجمع صيدال للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 16 و برنامج EXCEL

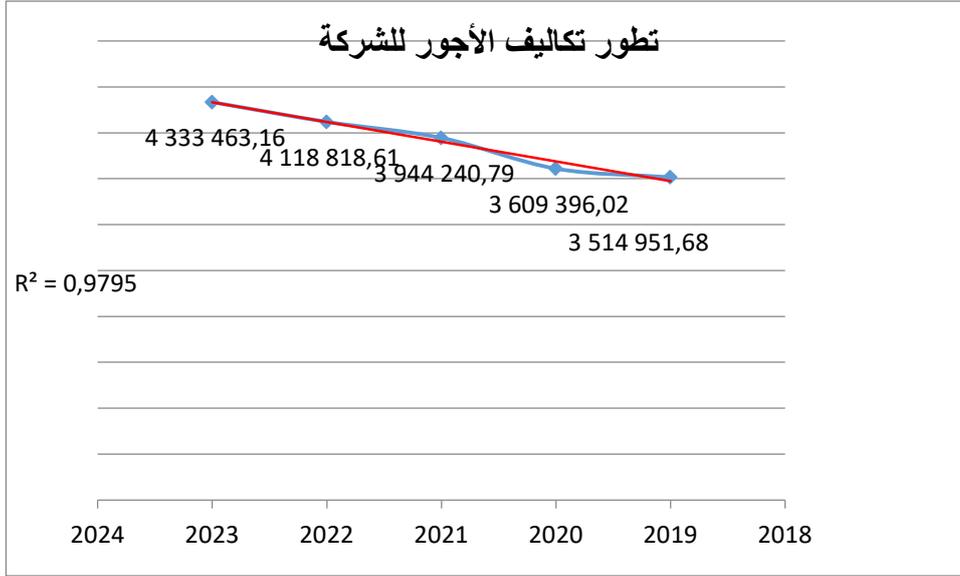
يوضح الشكل أعلاه تطور القيمة المضافة للشركة بدلالة الزمن، والملاحظ أن معامل التحديد قريب جدا من الواحد بمعنى وجود ارتباط قوي بين القيمة المضافة والزمن ، بمعنى أن 98,20 % من تغير القيمة المضافة للشركة تفسرها العلاقة الخطية الموالية وتبقى 1,8 % ترجع إلى عوامل أخرى، معادلة خط الاتجاه العام الموالية:

$$Y = 173\,730,32X + 4\,602\,762,26$$

حيث قدرت بـ: 4 632 723,46 ألف دج في سنة 2019 لترتفع بشكل منتظم تقريبا في السنة الموالية لتصل إلى: 4 716 570,16 ألف دج في سنة 2020 بالرغم من الانخفاض الملحوظ في الإستهلاكات الوسيطة لهذه السنة، وتبقى القيمة المضافة في نسق تصاعدي حيث تبلغ 4 980 184,09 ألف دج في سنة 2021.

ويحتمل أن تصل قيمتها في السنتين المقبلتين: 2022 و 2023 على التوالي 5 123 953,20 ألف دج و 5 297 683,52 ألف دج، وتعتبر القيمة المضافة مؤشرا دالا على مدى فعالية نشاط الاستغلال للشركة، حيث يبين المنحنى مدى نجاعة وفعالية النشاط بدليل ارتفاع القيمة المضافة التي حققتها الشركة من سنة إلى أخرى.

شكل رقم 67: نمو تكاليف الأجور لمجمع صيدال للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 16 و برنامج EXCEL

يبين الشكل أعلاه تطور تكاليف الأجور خلال سنوات الدراسة، حيث يظهر المنحنى نسقا تصاعديا شبه منتظم لتكاليف الأجور موازاة مع زيادة رقم الأعمال المحقق، إذ تقدر أعباء لأجور لسنة 2019 بـ: 3 514 951,68 ألف دج لترتفع إلى 3 609 396,02 و 3 944 240,79 ألف دج خلال سنتي 2020 و 2021 ، وهو ما يمكن اعتباره مؤشرا إيجابيا يدل على زيادة نشاط المؤسسة من جهة ومن جهة أخرى مؤشر دال على زيادة اهتمام الشركة بالعمالة من خلال تقديم التحفيزات المادية ورفع الأجور، أما عن احتمال عدم تحكم الشركة في تكاليف الأجور فهو مستبعد إلى حد ما، ذلك لأن الشركة تحقق نموا ملحوظا في رقم أعمالها.

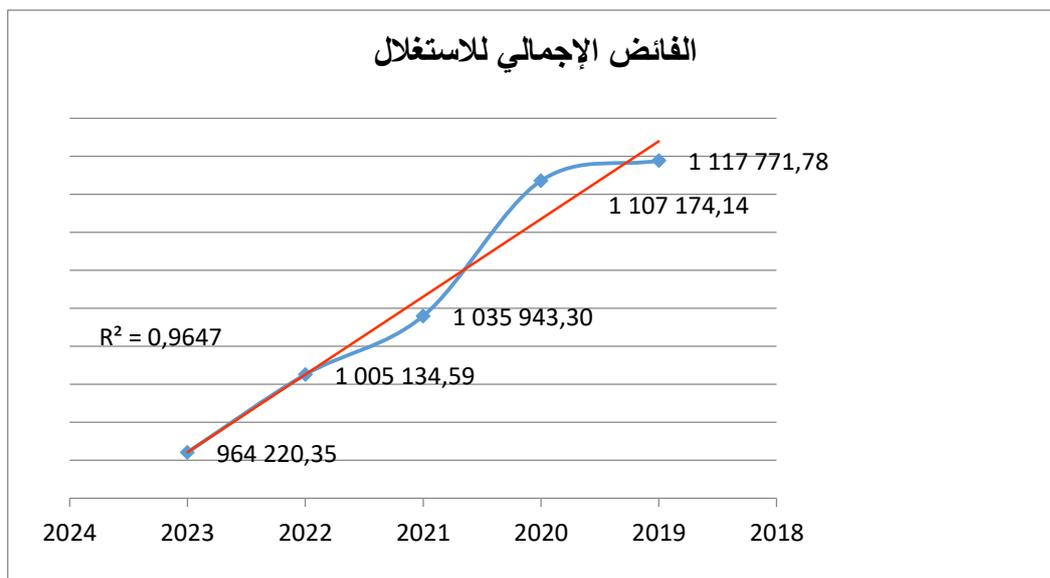
وتتطور تكاليف الأجور وفق معادلة خط الاتجاه الآتية:

$$Y = 214 644,56 X + 3 474 884,94$$

ومن خلالها يمكن حساب التكاليف المتوقعة للأجور للسنتي 2022 و 2023 والمقدرة بـ:

4 118 818,61 و 4 333 463,16 ألف دج، إذا واصلت الشركة بنفس سياستها اتجاه المورد البشري.

شكل رقم 68: نمو الفائض الإجمالي للاستغلال لمجمع صيدال للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 16 و برنامج EXCEL

نلاحظ من الشكل القيمة الموجبة للفائض الإجمالي للاستغلال والتي قدرت بـ 1 117 771,78 ألف دج في سنة 2019، وهذا دليل على المردودية الجيدة للشركة، في حين انخفضت إلى 1 107 174,14 ألف دج في السنة الموالية برغم من ارتفاع رقم الأعمال وانخفاض الاستهلاكات الوسيطة لنفس السنة، ويرجع سبب الانخفاض إلى انخفاض مؤشر إنتاج الفترة كما بينه الجدول، وواصل المؤشر في الانخفاض ليبلغ في السنة الموالية أي 2021 :

1 035 943,30 ألف دج، إلا أن السبب وراء هذا الانخفاض هو ارتفاع مؤشر الاستهلاكات الوسيطة لهذه السنة ويعود ذلك إلى ارتفاع أسعار المواد الأولية بسبب الظرف الصحي الذي يشهده العالم، وبما أن معامل التحديد  $R^2 = 0,964$  والذي يعني أن 96,40% من تغير مؤشر الفائض الإجمالي للاستغلال يفسره تغير السنوات، حيث يمكن حساب القيم المتوقعة للمؤشر وفق معادلة خط الاتجاه العام التالية:

$$Y = (40\ 914,24) X + 1\ 127\ 877,31$$

حيث يمكن أن يبلغ الرصيد:

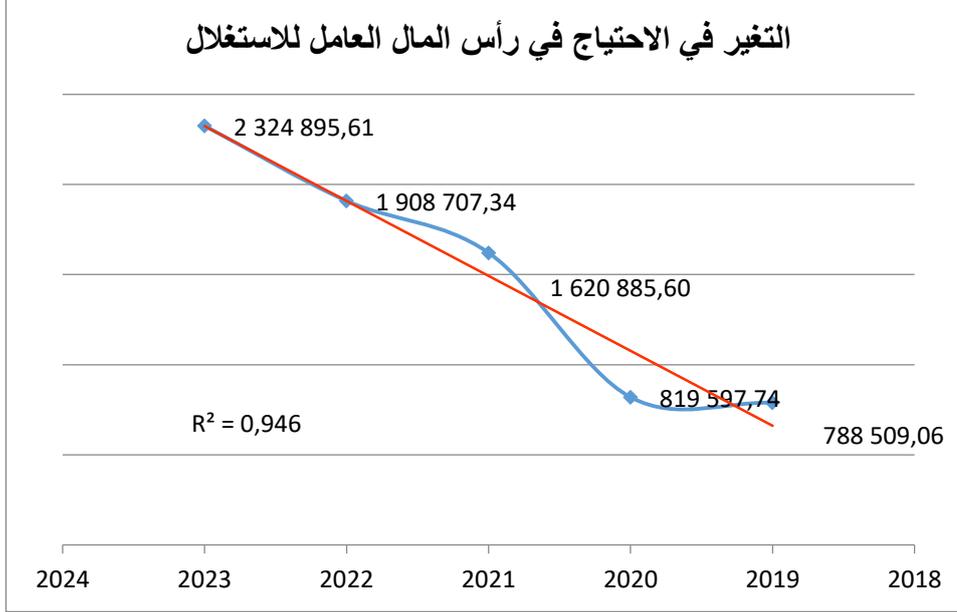
1 005 134,59 ألف دج في سنة 2022 و 964 220,35 ألف دج في سنة 2023، إذا لم تكن هناك تغيرات في المدى

المتوسط.

التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال  $BFR_{EX}$ : تعطي معلومات المنحنى التالي:

شكل رقم 69 يمثل نمو التغير الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال

لمجمع صيدال للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 16 و برنامج EXCEL

يمثل الشكل أعلاه نمو الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال، حيث بلغ في سنة 2019 قيمة

788 509,06 ألف دج ما يظهر زيادة نشاط الاستغلال للشركة، ليرتفع في السنة الموالية إلى 819 597,74 ألف دج

ويتضاعف في سنة 2021 إلى 1 620 885,60 ألف دج وهي دلالة على مضاعفة النشاط الاستغلالي في الشركة إلا أن السبب المباشر وراء هذا الارتفاع هو ارتفاع رصيد المخزونات.

والملاحظ أيضا أن معامل التحديد  $R^2 = 0.946$  الذي يعني أن 94,60% من تغير مؤشر الاحتياج في رأس المال

العامل للاستغلال تفسرها العلاقة الخطية التي تمثل معادلة خط الاتجاه العام والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، وهي:

$$Y = 416 188,27 X + 660 142,53$$

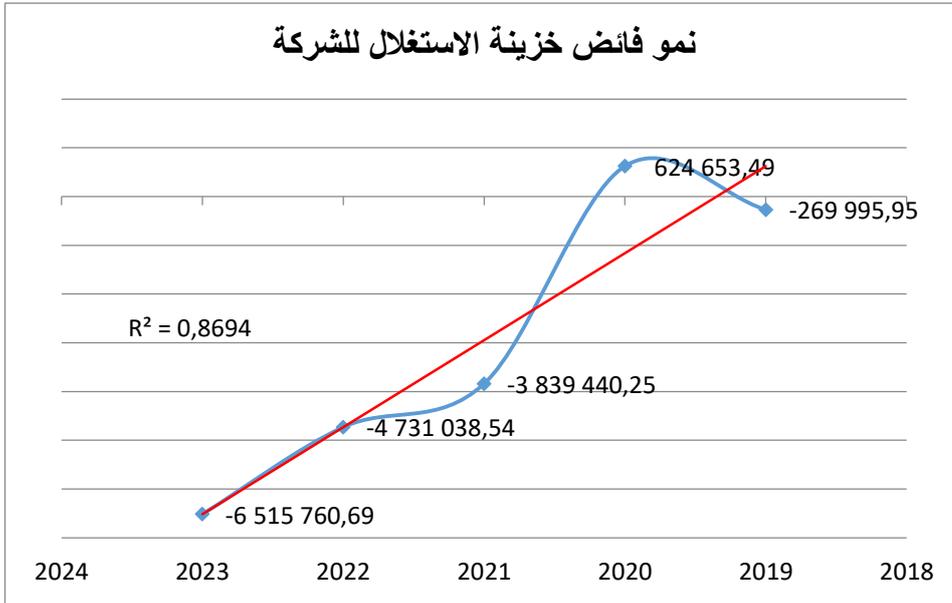
كما يمكن توقع الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال المتوقع لسنتي 2022 و 2023، حيث يمكن أن يصل: 1

908 707,34 ألف دج و 2 324 895,61 ألف دج، إذا واصلت الشركة بنفس استراتيجية تسيير عناصر الاستغلال

في المدى المتوسط.

فائض خزينة الاستغلال (ETE): أعطت النتائج الموجودة بالجدول المنحني الممثل بالشكل الموالي:

شكل رقم 70: نمو فائض خزينة الاستغلال لمجمع صيدال للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 16 و برنامج EXCEL

يظهر الشكل بوضوح تأثير عناصر الاستغلال المكونة للاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال، فبالرغم من تحقيق الشركة لفائض إجمالي معتبر إلا أن فائض خزينة الاستغلال يشهد طفرة انخفاض بارزة وبالعودة للمعلومات الموجودة بالجدول نلاحظ أن فائض خزينة الاستغلال قد تأثر بشكل كبير بارتفاع رصيد المخزونات وبدرجة أقل بالانخفاض الخفيف للفائض الإجمالي للاستغلال، حيث سجلت خزينة الاستغلال عجزا في سنة 2019 قدر به: (269 995,95) ألف دج، وهذا مايعتبر مؤشرا سلبيا عن وضعية الشركة، حسب منطق جدول تحليل التدفقات، لتحقق فائضا في السنة الموالية قدر به: 624 653,49 ألف دج ويعود هذا الارتفاع إلى الانخفاض الحاد الذي شهده المخزون، وفي السنة الموالية سجلت خزينة الاستغلال عجزا كبيرا قدر به (3 839 440,25) ألف دج، الذي تأثر بتغير الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال والسبب وراء ذلك هو الارتفاع الكبير في رصيد المخزونات ما يبين العشوائية في تسيير عناصر الاستغلال (الزبائن، الموردون والمخزونات).

كما نلاحظ أن معامل التحديد  $R^2 = 0,869$  الذي يعني أن 86,90% من تغير مؤشر خزينة الاستغلال يفسر بالعلاقة الخطية التي تمثل معادلة خط الاتجاه العام والباقي أي 13,10% من قيمة التغير يرجع إلى عوامل أخرى،

$$Y = (1\ 784\ 722,15) X + 623\ 127,91$$

كما يمكن حساب خزينة الاستغلال المتوقعة لسنة 2022 و 2023 على التوالي والتي يمكن أن تنخفض إلى:

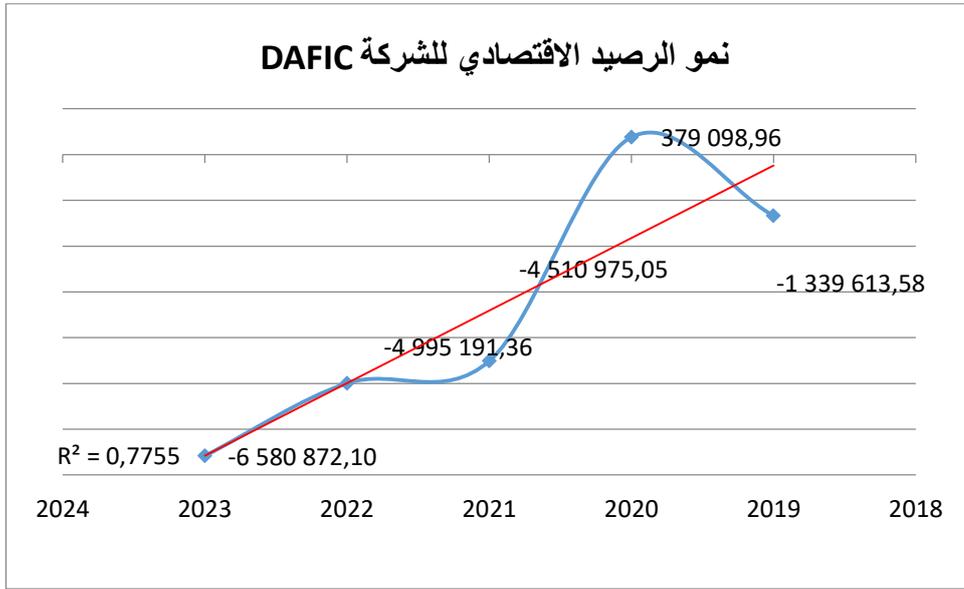
## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

(4 731 038,54) و (6 515 760,69) ألف دج، إذا لم تغير الشركة سياستها في تسيير عناصر الاستغلال.

تدل المعطيات السابقة على فعالية النشاط العادي للشركة إلا أنها قد تواجه مشاكل في المستقبل بسبب عناصر الاستغلال التي قد تؤثر في عملية الانتاج، التسويق وحجم الحصة السوقية.

الرصيد الاقتصادي DAFIC-E: يمكن أن تمثل المعلومات التي تحصلنا عليها من جدول التدفقات المالية متعدد السنوات في الشكل الموالي:

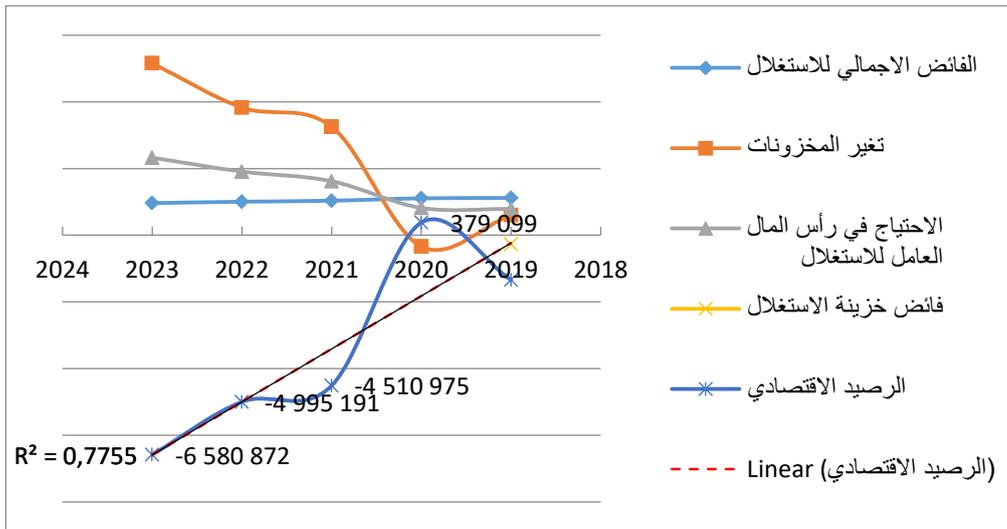
شكل رقم 71: نمو الرصيد الاقتصادي لمجمع صيدال للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 16 و برنامج EXCEL

يوضح الشكل الموالي نمو الرصيد الاقتصادي للشركة على مدى سنوات الدراسة، حيث يظهر بشكل واضح تأثير الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال في تطور الرصيد الاقتصادي للشركة، فالملاحظ من الوهلة الأولى أن الشركة لا تحقق فوائض من خلال أنشطتها الرئيسية (الاستغلال)، إلا أن التدقيق في وضعية الرصيد وكيفية تكوينه يبين أن الخلل بدأ من رصيد المخزونات، كما هو مبين بالشكل أدناه:

شكل رقم 72: نمو الأرصدة المكونة للرصيد الاقتصادي لمجمع صيدال للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 16 و برنامج EXCEL

تبين المنحنيات أعلاه مدى تأثير الرصيد الاقتصادي للشركة بالأرصدة المكونة له، حيث يظهر الشكل انخفاضاً طفيفاً في رصيد الفائض الاجمالي للاستغلال وارتفاعاً طفيفاً في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (الجارى التجارى، تغير مهل دوران الزبائن والموردين) لكن دون تأثير ملحوظ، بينما نلاحظ الارتفاع الكبير في المخزونات وهو ما أدى إلى انخفاض الرصيد الاقتصادي للشركة، حتى أنه أخذ نفس الشكل تقريبا مع منحنى تغير المخزونات لكن في الجهة العكسية، بمعنى كلما ارتفع رصيد المخزونات كلما انخفض الرصيد الاقتصادي، والملاحظ كذلك ارتفاع التغيرات في تبيئات الاستغلال الذي ساهم لكن بدرجة أقل في انخفاض الرصيد الاقتصادي، فالشركة، في هذه الحالة، ملزمة بإعادة النظر في استراتيجيتها مع الزبائن والموردين وتسيير المخزونات لتحقيق فائض كاف لتمويل اقتناء تبيئات الاستغلال وبلوغ التوازن المالى حسب منطق TPF، و كما هو معلوم أن الرصيد الاقتصادي لا بد أن يكون موجبا لعدة سنوات حتى تحقق الشركة التوازن المالى، إلا أن الشركة اتخذت قرار النمو والتوسع الداخلى، أي اقتناء تبيئات بتمويل من العوائد المحققة من نشاطها العادى، في حين نشاطها العادى لم يغط هذا النمو لذلك استنزفت فائض خزينة الاستغلال بكاملها حيث كان يتوجب عليها التوسع تدريجيا مع المحافظة على الرصيد الاقتصادي موجب وسنحاول التعرف على سلوكها إزاء هذا العجز المسجل من خلال الرصيد المالى، بينما الرصيد الاقتصادي المتوقع للسنوات القادمة فيمكن حسابه، بما أن معامل التحديد  $R^2 = 0,775$ ، بمعنى أن نسبة 77,50% من تغير مؤشر الرصيد الاقتصادي تفسرها العلاقة الخطية التالية:

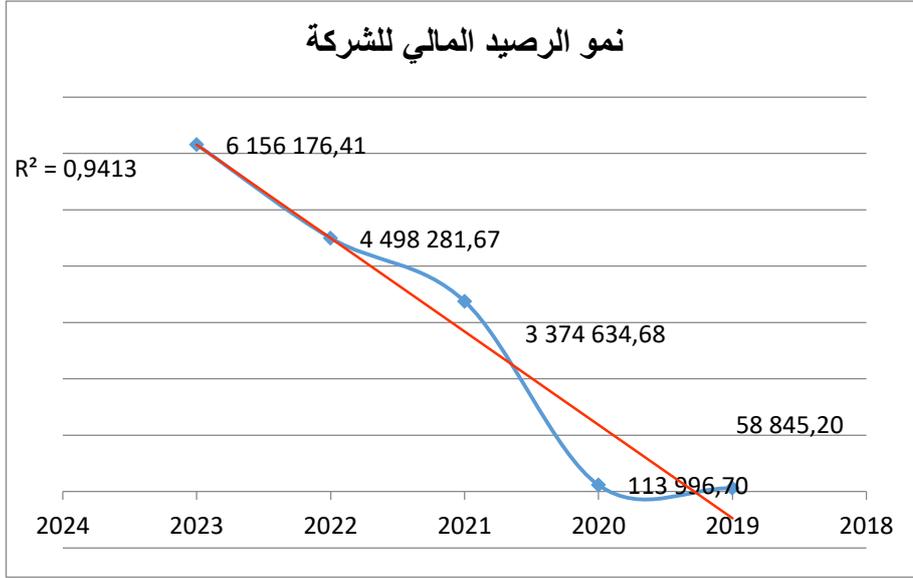
$$Y = (1\ 585\ 680,74)X - 238\ 149,16$$

في حين تبقى 22,50% ترجع إلى عوامل أخرى، يمكن أن يبلغ (4 995

191,36) ألف دج و(6 580 872,10) ألف دج في سنة 2022 و 2023 على التوالي إذا أبقت الشركة على سياستها.

الرصيد المالي (الخارجي) F: يعطي الجدول المعلومات التي يمكن تمثيلها في الشكل الموالي:

شكل رقم 73: نمو الرصيد المالي لمجمع صيدال للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 16 و برنامج EXCEL

نلاحظ من خلال التمثيل البياني أعلاه أن الرصيد المالي للشركة موجب على مدى سنوات الدراسة، حيث قدر في سنة 2019 بـ: 58 845,20 ألف دج، ليرتفع إلى الضعف تقريبا في السنة الموالية ثم إلى العشرات من الأضعاف في سنة في 2021 حيث بلغ 3 374 634,68 ألف دج وهذا يعني أن الشركة تعتمد على الديون الطويلة والمتوسطة، وهو سلوك متوقع بالنظر إلى العجز المسجل في الرصيد الاقتصادي، ويعد هذا الارتفاع مؤشرا واضحا على عدم تحقيق الشركة للتوازن المالي حسب منطق الجدول المتعدد السنوات، فالرصيد المالي يجب أن يكون سالبا لعدة سنوات، وذلك معناه أن الشركة بصدد تسديد أقساط من الديون الطويلة والمتوسطة أو تسديد الديون القصيرة، وما يمكن ملاحظته كذلك الأرباح الموزعة، حيث عمدت الشركة إلى توزيع أقساط من العوائد المحققة في شكل أرباح موزعة.

ونلاحظ من الشكل أن معامل التحديد هو  $R^2 = 0.941$  والذي يعني 94,10 % من تغير الرصيد المالي ا يفسره المتغير المستقل (الزمن) و 5,90 % ترجع إلى عوامل أخرى، لذلك يمكن الاعتماد على خط الاتجاه العام لحساب الرصيد المالي المتوقع للسنة 2022 و 2023 على التوالي، وفق المعادلة التالية:

$$Y = 1\ 657\ 894,74 X - 475\ 402,55$$

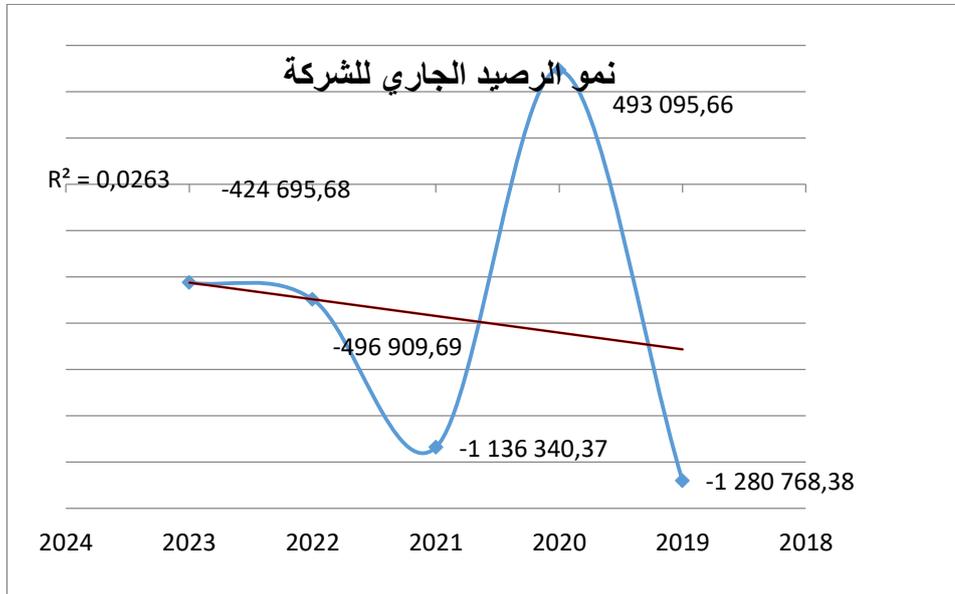
حيث يمكن أن يرتفع الرصيد المالي : 4 498 281,67 ألف دج و 6 156 176,41 ألف دج، فهذا الارتفاع هو دليل على استخدام الشركة للقروض كآلية لتمويل احتياجاتها المالية، فقد تكون الشركة في هذه الحالة بصدد الاستفادة من عملية الرفع المالي بما أن الفترة تعرف رواجاً لمنتجاتها نظراً لزيادة الطلب على هذه المنتجات خاصة في هذا الطرف بالذات

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

( جائحة كوفيد) فهي تراهن على الاستدانة لزيادة نشاطاتها وتحقيق عواد أكبر، أو أنها بصدد استغلال الامتيازات الممنوحة للقطاع لدعم الشركات المنتجة في شكل الإعفاء من الضرائب وغيرها (قروض طويلة مقابل تخفيضات ضريبية لدعم قطاع الانتاج) كسياسة تتبعها الدول من أجل دعم القطاع البنكي وقطاع الانتاج، فقد لاحظنا من خلال الجدول الانخفاض الكبير في الضرائب على الأرباح لسنة 2021، وقد يصبح الاعتماد على الديون بشكل غير مدروس مصدرا للعديد من المخاطر، أبرزها ارتفاع تكاليف القروض وبذلك عدم قدرتها على السداد مما قد يؤدي بها إلى حالة العسر أو الإفلاس والخروج من السوق.

الرصيد الجاري G: أعطى الجدول النتائج الممثلة بالشكل الموالي:

شكل رقم 74: نمو الرصيد الجاري لمجمع صيدال للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 16 و برنامج EXCEL

من الشكل أعلاه نلاحظ أن الرصيد الجاري للشركة الجاري سالب للسنة الأولى من فترة الدراسة فهو لا يحقق شرط التوازن حسب منطق TPF، حيث بلغ الرصيد: (1 280 768,38) ألف دج في سنة 2019 وسبب ذلك هو العجز المسجل في الرصيد الاقتصادي، كما ذكرنا سابقا بسبب ارتفاع المخزونات وعدم قدرة الرصيد المالي على تغطية العجز أي عدم كفاية الديون على تغطيته، أما في السنة الموالية فنلاحظ ارتفاع الرصيد الجاري بشكل سريع حيث بلغ: 493 095,66 ألف دج ويعود هذا الارتفاع إلى كون الرصيد الاقتصادي موجب لهذه السنة، إضافة إلى الارتفاع في الديون (الرصيد المالي موجب ومعتبر) موجبين ليعاود الانخفاض في سنة 2021 إلى (1 136 340,37) ألف دج لنفس الأسباب الأولى وعدم قدرة الديون على تغطية العجز المسجل في الرصيد الاقتصادي

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

وعن القيم المتوقعة للربح الجاري للسنوات القادمة التي لانعتبرها ذات دلالة بما أن معامل التحديد ضعيف وكذا

عشوائية الشركة في الاعتماد على الديون وتسيير عناصر الاستغلال، فمعادلة الاتجاه العام هي كمايلي:

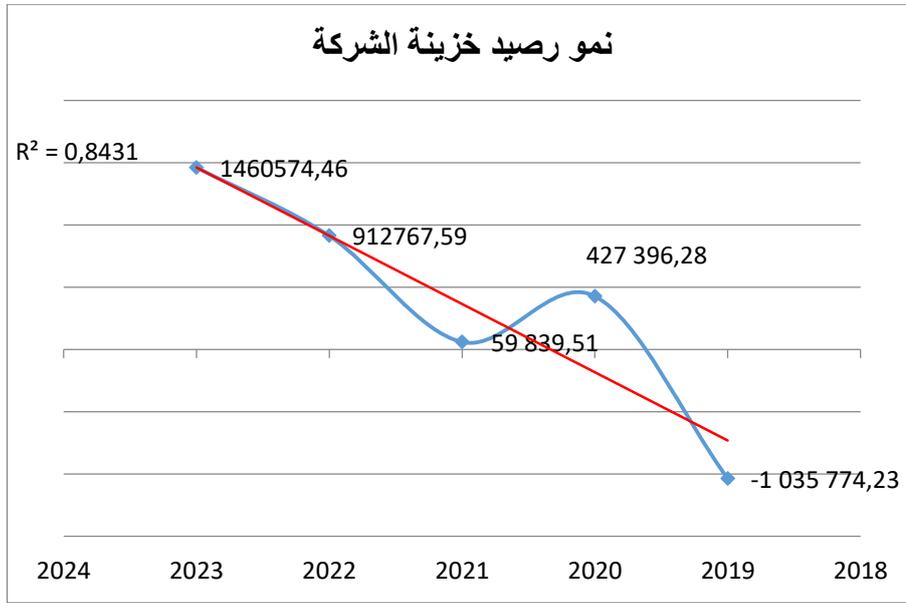
$$Y=72\,214,01X - 713\,551,70$$

حيث تقدر القيمة لسنة 2022 و 2023 على التوالي بـ: (496 909,69) ألف دج و (424 695,68) ألف دج هذا إذا

واصلت الشركة بنفس السياسة.

التغير في الخزينة: تعطي معلومات الجدول الشكل الموالي:

شكل رقم 75: نمو خزينة مجمع صيدال للفترة 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات جدول رقم 16 و برنامج EXCEL

سجل التغير في خزينة الشركة عجزا في سنة 2019 قدر بـ: (1 035 774,23) ألف دج، والذي يرجع بالدرجة

الأولى إلى الرصيد الجاري الذي سجل هو الآخر عجزا للأسباب المذكورة سابقا، رغم مساهمة الأنشطة الاستثنائية في

خفض هذا العجز لكن دون جدوى، إضافة إلى أن الشركة قدد سددت أقساطا من الديون الطويلة والمتوسطة في هذا

الفترة فقد لاحظنا ذلك من خلال مكونات الرصيد المالي خصوصا التغير في الديون المتوسطة والطويلة الذي كان سالبا

ومعتبرا حيث قدر بـ: ( 520 639,70) ألف دج، والملفت للانتباه كذلك لجوء الشركة في هذه الفترة إلى الديون القصيرة

حيث بلغ التغير 974 218,38 ألف دج، وهي قيمة معتبرة مقارنة بما تحققه الشركة من عوائد، إضافة إلى تكاليف الديون

التي ساهمت في العجز المسجل، فحسب منطق الجدول متعدد السنوات ارتفاع تثبيبات الاستغلال لا بد أن يكون متناسبا

مع قيمة العوائد المحققة من نشاط الاستغلال، بمعنى أن الشركة لا بد أن تتوسع بقدر ماتحققه من عوائد حتى لاتضطر إلى

الاستدانة، وهو ملاحظناه في حالتنا هذه، بينما نلاحظ في السنة الموالية ارتفاعا بشكل سريع في رصيد الخزينة حيث قدر

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

ب: 427 396,28 ألف دج وهذا الفائض يعود بالدرجة الأولى إلى انخفاض التغيير في المخزونات مما جعلها تحقق فائضا في خزينة الاستغلال، كما عمدت الشركة إلى خفض التغيير في تبيئات الاستغلال (عدم التوسع) فسلوك الشركة اتجه نحو تبيئات الاستغلال ساهم بشكل كبير في تحقيق فائض في الرصيد الاقتصادي الذي ساهم في فائض الخزينة، في حين تراجع رصيد الخزينة في السنة الموالية حيث قدر ب: 59 839,51 ألف دج، بالرغم من استخدام الديون م، ط خلال هذه الفترة، ويرجع ذلك إلى الرصيد الاقتصادي الذي انخفض للأسباب المذكورة سالفًا، فالشركة لجأت إلى القروض برغم من تحقيقها لفوائض من نشاطها الرئيسي، فهذا تفسيره انخفاض تكاليف الديون ورواج النشاط بمعنى أثر الرفاعة المالية الموجب، أو أن الشركة تستغل امتيازات الدولة التي تمنح للشركات من أجل تشجيع قطاع الانتاج في شكل قروض طويلة ومتوسطة تمنح من خلالها إعفاءات ضريبية وتخفيضات في قيمة الرسم على النشاط المهني وغيرها، وعن الوضعية المتوقعة للخزينة في السنوات القادمة فهي ممثلة بالمعادلة التالية:

$$Y = 547\ 806,87 X - 730\ 653,02$$

ومن خلالها يمكن حسابها، حيث يتوقع أن تقدر القيمة لسنة 2022 و 2023 على التوالي ب: 912 767,59 ألف دج و 1 460 574,46 ألف دج إذا واصلت الشركة بنفس سياساتها.

### المطلب الثاني: الوضعية المالية للشركات محل الدراسة وأبرز الفروقات

تستعرض في هذا المطلب الوضعية المالية لعينة الشركات على مدى سنوات الدراسة، وذلك بعد تطبيق شروط التوازن المالي التي يفرضها الجدول متعدد السنوات المستخدم، إضافة إلى أبرز الفروقات كما يلي:

#### أولا عرض الوضعية المالية للشركات:

1. شركة بيوفارم: من خلال جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، يمكننا تحديد الوضعية المالية الماضية، الحالية

والمستقبلية للشركة حسب منطق الجدول كما هو مبين فيما يلي:

جدول رقم 17 الوضعية المالية لشركة بيوفارم حسب منطق TPFف الوحدة: مليون دينار جزائري

مستقبل		حاضر	ماض		فترة الدراسة	
2023	2022	2021	2020	2019		
52 014,83	41 700,33	34 859,00	14 125,00	14 230,00	DAFIC	مؤشرات التوازن المالي
(4 052,33)	(3 713,33)	(4 645,00 )	(494,00)	(3967,00)	F	
47 962,50	37 987,00	30 214,00	13 631,00	10 263,00	G	
42 893,83	33 271,33	25 989,00	9 346,00	6 744,00	T	
حالة توازن مالي	الوضعية المالية					

المصدر: من إعداد الباحث استناد إلى الجدول رقم 13

يمثل الجدول أعلاه حوصلة للوضعية المالية لشركة بيوفارم حسب شروط التوازن المالي التي يفرضها النموذج المستخدم في دراستنا، ومدى تطورها على مدى خمسة سنوات، حيث حققت الشركة التوازن المالي خلال السنوات الثلاث من الدراسة كما هو ملاحظ بالجدول فإن الرصيد الاقتصادي موجب ومعتبر بمعنى إيرادات عالية من النشاط الاستغلالي، الرصيد المالي سالب قليلا بمعنى الشركة بصدد تسديد أقساط من الديون، والرصيد الجاري موجب قليلا لتمكن الشركة من توزيع الأرباح، ورصيد الخزينة موجب قليلا، أما خلال السنتين القادمتين (المستقبل) تبقى الشركة في وضعية توازن مالي إلا أن أبرز ما يمكن ملاحظته هو نمو رصيد الخزينة بشكل كبير ما قد تنجر عنه تجميد للسيولة تتحمل الشركة على إثرها تكاليف الفرص البديلة، لذلك من المستحسن استثمار الفائض من السيولة في التوسع أو في أنشطة أخرى غير النشاط العادي.

2. شركة الأوراسي: من خلال جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، يمكننا تحديد الوضعية المالية الماضية، الحالية

والمستقبلية للشركة حسب منطق الجدول كما هو مبين فيما يلي:

الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

جدول رقم 18 الوضعية المالية لشركة الأوراسي حسب منطق TPFف الوحدة: مليون دينار جزائري

مستقبل		حاضر	ماض		فترة الدراسة	
2023	2022	2021	2020	2019		
(723,50)	(412,00 )	112,00	(214,00 )	735,00	DAFIC	مؤشرات التوازن المالي
(358,00)	(334,00)	(431,00)	(44,00)	(383,00)	F	
(1 081,50)	(746,00)	(319,00)	(258,00)	352,00	G	
(1 747,17)	(1 131,67)	(252,00)	(429,00)	979,00	T	
غير متوازنة	غير متوازنة	غير متوازنة	غير متوازنة	حالة توازن مالي	الوضعية المالية	

المصدر: من إعداد الباحث استناد إلى الجدول رقم 14

تحقق الشركة شروط التوازن المالي خلال السنة الأولى من الدراسة، و سرعان ما تتدهور الوضعية المالية ويختل توازنها المالي بسبب انخفاض إيراداتها المتأتية من النشاط العادي التي أدت بالشركة إلى الجوء للاستدانة سواء ديونا طويلة أو تعديلا في مهل دوران الزبائن والموردين، وبقي الرصيد الجاري سالبا ورصيد الخزينة سالبا على مدى سنوات الدراسة، أما فيما يتعلق بالوضعية المالية في السنوات القادمة، تبقى الشركة في حالة تدهور واختلال مالم تتحسن إيرادات الشركة في المدى المتوسط وتسعيد الشركة توازنها المالي.

3. شركة AOM Invest: من خلال جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، يمكننا تحديد الوضعية المالية

الماضية، الحالية والمستقبلية لشركة AOM Invest، حسب منطق الجدول متعدد السنوات، كما هو مبين فيما يلي:

جدول رقم 19 الوضعية المالية لشركة AOM Invest حسب منقح TPFF الوحدة: ألف دينار جزائري

مستقبل		حاضر	ماض		فترة الدراسة	
2023	2022	2021	2020	2019		
(110 589,00)	(141 766,00)	31 363,00	(612 732,00)	(30 991,00)	DAFIC	مؤشرات التوازن المالي
(52 065,33)	(24 262,33)	14 574,00	9 277,00	70 180,00	F	
(162 654,33)	(166 028,33)	45 937,00	(603 455,00)	39 189,00	G	
(222 804,00)	(195 727,00)	47 052,00	(572 977,00)	101 206,00	T	
غير متوازنة	غير متوازنة	توازن جزئي	غير متوازنة	توازن جزئي	الوضعية المالية	

المصدر: من إعداد الباحث استناد إلى الجدول رقم 15

حتى تحقق الشركة توازنا ماليا لا بد من تحقق شروط التوازن المالي الأربعة المذكورة سابقا، إلا أن الشركة قد تحقق شرط دون آخر وفي هذه الحالة نقول عنها حققت توازنا جزئيا، كما هو الحال بالنسبة لشركة AOM Invest، الشركة الناشئة التي نشأت في ظرف اقتصادي استثنائي تمكنت فيه من فرض نفسها في السوق وتحقيق نمو متسارعا، فقد حققت توازنا جزئيا في السنة الأولى من الدراسة والسنة الثالثة من الدراسة الذي كان فيه الرصيد الاقتصادي موجبا ومعتبرا و الرصيد المالي موجبا قليلا والرصيد الجاري موجبا إضافة إلى خزينة موجبة بعدما كانت تعاني عجزا في السنتين الماضيتين، أما مستقبلا يشير الاتجاه العام لمؤشرات التوازن المالي إلى عدم بلوغ الشركة التوازن المالي في المدى المتوسط لأن الشركة في حالة نمو متسارع أدى إلى استنزاف خزينة الاستغلال وهو ما يعرف بالنمو غير المتوازن، وقد يتحقق التوازن المالي في المدى البعيد بما أن الشركة تحقق معدلات نمو كبيرة إذا حاولت الشركة إدارة توسعاتها وفق قدراتها المالية.

4. شركة صيدال: من خلال جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، يمكننا تحديد وضعية التوازن المالي للسنوات

الماضية، الحالية والمستقبلية لشركة صيدال، حسب منقح الجدول متعدد السنوات، كما هو مبين فيما يلي:

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

جدول رقم 20 الوضعية المالية لشركة صيدال حسب منطق TPFF الوحدة: مليون دينار جزائري

مستقبل		حاضر	ماض		فترة الدراسة	
2023	2022	2021	2020	2019		
(6 580,83)	(4 995,16)	(4 510,10)	380 ,00	(1 339,61)	DAFIC	مؤشرات التوازن المالي
6 156,13	4 498,20	3 374,65	113,90	58 ,82	F	
(424,75)	(496,91)	(1 136,31)	493,10	(1 280,74)	G	
1 460,55	912,80	59 ,81	427,43	(1 035,7)	T	
غير متوازنة	غير متوازنة	غير متوازنة	توازن جزئي	غير متوازنة	الوضعية المالية	

المصدر: من إعداد الباحث استناد إلى الجدول رقم 16

يبين الجدول أعلاه أن الشركة لا تحقق التوازن المالي خلال السنة الأولى من الدراسة والسبب هو إقدام الشركة على التوسع أو زيادة الاستثمارات أدت إلى استنزاف كل الإيرادات التي حققتها من نشاط الاستغلال، وسرعان ما تتحول الشركة إلى وضعية توازن جزئي في السنة الموالية تحقق الشركة خلاله فائضا في الخزينة في حين يبقى الرصيد الاقتصادي سالبا موازاة مع ارتفاع التغير في الديون على مدى سنوات الدراسة، والمعلوم أن الشركة حققت إيرادات لا بأس بها إلا أنها استنزفتها في التوسع وهي الحالة التي يعبر عنها أهل الاختصاص بالنمو غير المتوازن، الذي يطلق على الشركة التي تشهد توسعا في استثماراتها أكبر من قيمة الإيرادات، ويشير الاتجاه العام إلى بقاء الوضعية على حالها في المدى المتوسط مالم تحدث تغيرات في هذا المدى.

### ثانيا أبرز الفروقات في الوضعيات المالية للشركات محل الدراسة

تسمح دراستنا بالوقوف على الوضعية المالية ككل للشركات محل الدراسة، ومعرفة مكانم الضعف والاختلال في الأداء، إضافة إلى أماكن القوة، كما تطرح عدة خيارات من أجل معرفة النقاط المشتركة بين الشركات و أبرز نقاط الاختلاف وأسباب هذه التباينات، وسنجري في هذا الجزء مقارنة بسيطة في الأداء والوضعية المالية لشركات قطاع السياحة والفندقة وقطاع الانتاج الصيدلاني كما يلي:

الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

جدول رقم 21: مقارنة شركات قطاع الانتاج الصيدلاني وقطاع الفنادق والسياحة (الوحدة: مليون دج)

الشركة	مؤشر	CA	VA	ETE	DAFIC	F	G	T
شركة بيوفارم	2019	67 838	33 944	16 572	14 230	(3967)	10 263	6 744
	2020	71 475	23 535	18 264	14 125	(494)	13 631	9 346
	2021	82 139	40 514	459 43	34 859	(4645)	30 214	25 989
	2022	88 118	39 234	52985	41 700	(3713)	37 987	33 271
	2023	95 269	42 519	66429	52 015	(4052)	47 963	42 894
شركة صيدال	2019	9 393	4 633	(270)	(1340)	59	(1281)	1036-
	2020	9 810	4717	625	(4995)	114	493	427
	2021	10 211	4980	(3839)	(4511)	3 375	(1136)	60
	2022	10 623	5124	(4 731)	(379)	4 498	(497)	913
	2023	11 033	5 298	(6516)	(6581)	6 156	(425)	1 461
ش. الأوراسي	2019	2 056	1 422	2	735	383	352	979
	2020	808	497	116	214	44	258	429
	2021	1 040	654	1	112	431	319	252
	2022	285	90	41	412	334	746	1 132
	2023	223	294	43	724	358	1 082	1 747
شركة AOM Invest	2019	7	12	(5)	(31)	70	39	101
	2020	8	8	1	(613)	9	(603)	(573)
	2021	77	53	5	31	15	46	47
	2022	101	65	0,1	(142)	(24)	(166)	(196)
	2023	136	86	0,3	(111)	(52)	(162)	(223)

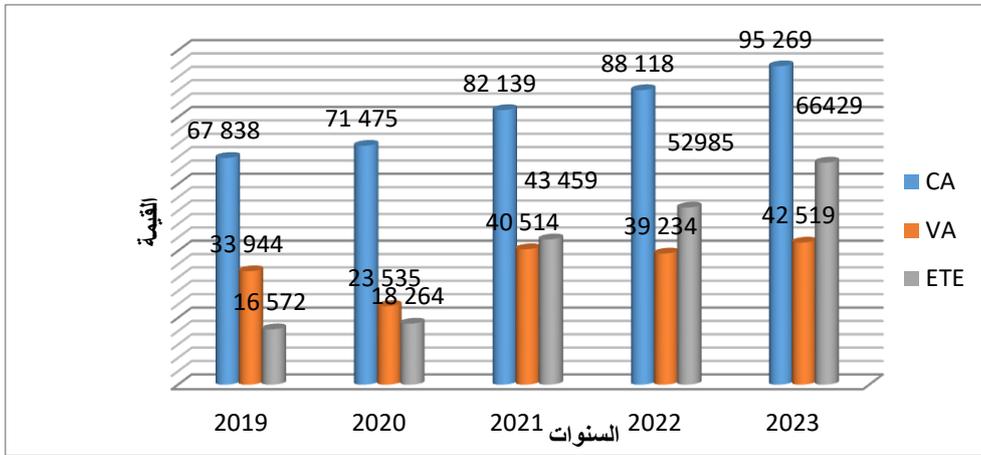
المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد إلى الجداول رقم 13، 14، 15 و 16

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

يعرض الجدول أعلاه تطور بعض المؤشرات التي تبين الوضعية والأداء المالي لعينة الشركات المقترحة على مدى سنوات الدراسة، وباعتبار شركتي بيوفارم وصيدال تمثلان قطاع الانتاج الصيدلاني في الجزائر وشركتي الأوراسي و AOM Invest تمثلان قطاع السياحة والخدمات الفندقية يمكن استقراء حالة القطاعين من خلال أداء ووضعية الشركات الناشطة فيه مع الأخذ بعين الاعتبار حالة الاقتصاد الوطني والدولي والتغيرات التي تحدث أثناء فترة الدراسة والتي تؤثر بشكل مباشر في أسعار المواد الأولية، أسعار خدمات النقل و... وهو ما يؤثر في أداء الشركات، حيث يمكن ترجمة البيانات في الجدول أعلاه في الأشكال التالية:

### 1. شركة بيوفارم: تتغير مؤشرات حجم وكفاءة نشاط الشركة كما هو مبين في الشكل الموالي:

الشكل رقم: 76 يمثل تطور حجم وكفاءة النشاط لشركة بيوفارم 2019-2023

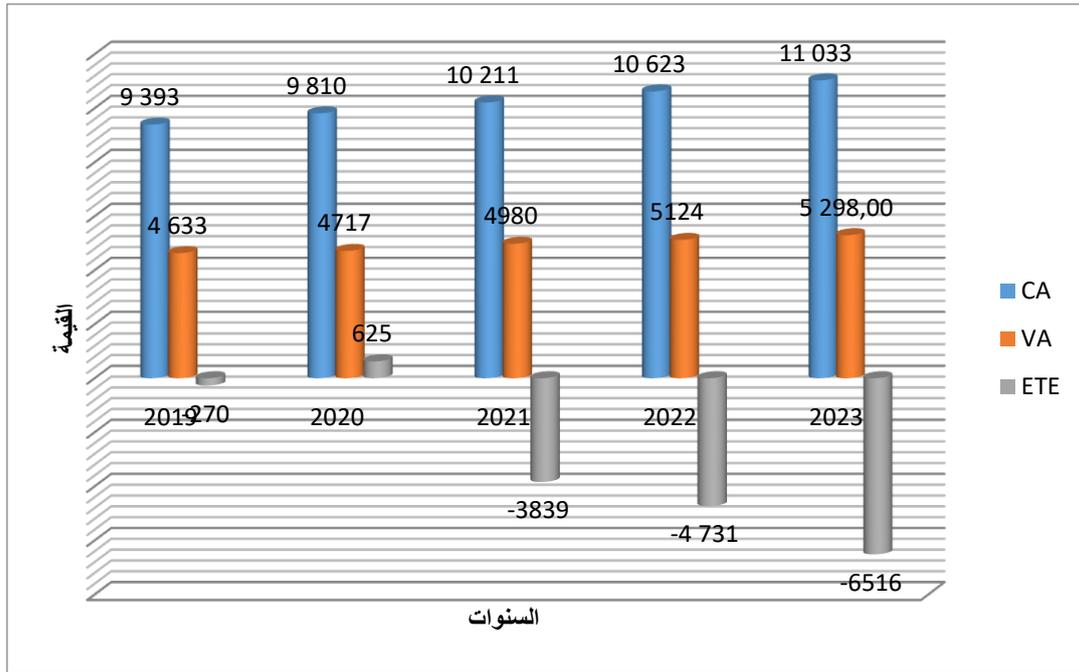


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم : 21

نلاحظ من الشكل أعلاه نمو رقم الأعمال من سنة إلى أخرى وهو مؤشر يدل على زيادة حجم نشاط الشركة خلال هذه الفترة، أي بمعدل 5,36% في سنة 2020 و 14,92% في سنة 2021 و 7,28% في سنة 2022 و 8,11% في سنة 2023، بينما انخفضت القيمة المضافة بمعدل 30,67% - ثم ارتفعت بمشكل متسارع أي بمعدل 72,14% لتتخفف قليلا أي بمعدل 3,16% - ثم تعاود الارتفاع بـ 8,37% وهذا فيه دلالة على كفاءة نشاط الاستغلال في حين قد يرجع الانخفاض المفاجئ إلى ارتفاع أسعار المواد الأولية في تلك الفترة التي شهدت الغلق بسبب الجائحة، كما نلاحظ نمو خزينة الاستغلال من سنة إلى أخرى بمعدلات: 10,21% في سنة 2020، 137,95% في سنة 2021، 21,92% في سنة 2022 و 25,37% في سنة 2023 وهو ما يدل على كفاءة النشاط الاقتصادي للشركة وخزينة الاستغلال وهي مؤشرات تدل على كفاءة نشاط الاستغلال.

### 2. شركة صيدال: تتطور مؤشرات حجم وكفاءة نشاط شركة صيدال وفق الشكل الموالي:

الشكل رقم: 77 يمثل تطور حجم وكفاءة النشاط لشركة صيدال 2019-2023



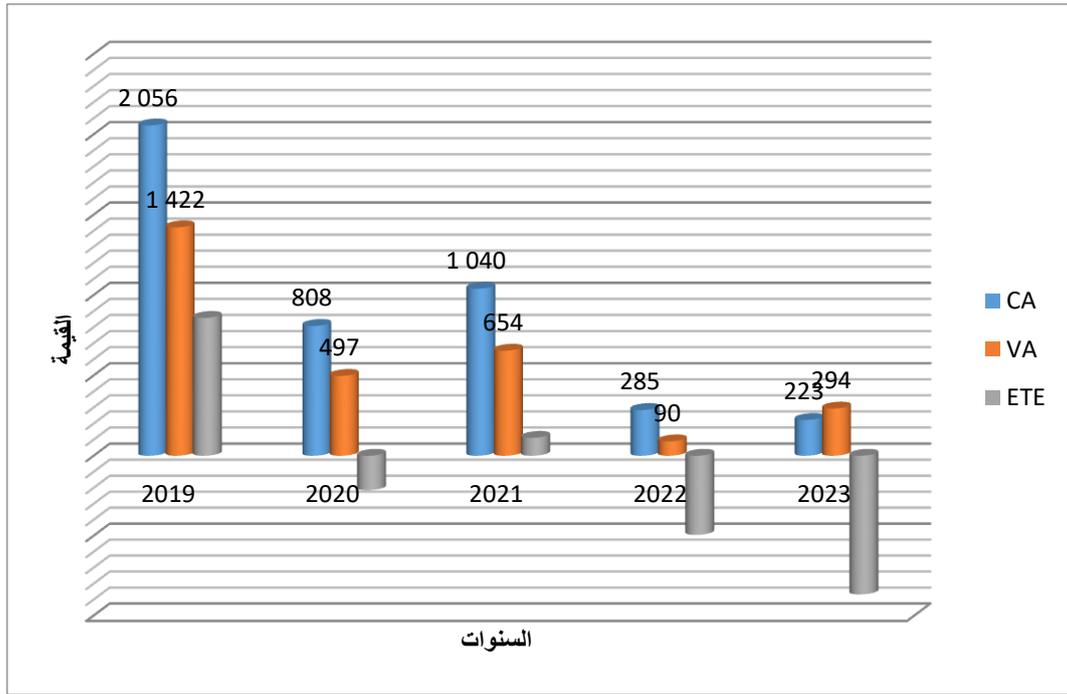
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم : 21

نلاحظ من الشكل أعلاه نمو رقم الأعمال بشكل منتظم تقريبا ويبين هذا المؤشر زيادة حجم النشاط في هذه الفترة، بمعدل 4,44 % في سنة 2020 و 4,09 % في سنة 2021 و 4,03 % في سنة 2022 و 3,85 % في سنة 2023، وتنمو القيمة المضافة بمعدل 1,81 % ثم بمعدل 5,59 % وفي سنة 2022 بمعدل 2,89 % وفي السنة الموالية بمعدل 3,39% وهذا فيه دلالة على كفاءة نشاط الاستغلال، أما خزينة الاستغلال فقد تطورت بشكل متسارع خلال سنة 2020 أي بمعدل 331,36 % إلا أن الارتفاع الكبير في قيمة الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال بسبب ارتفاع مؤشر المخزونات أدى إلى انخفاض خزينة الاستغلال بشكل كبير بمعدل 714,65 % ، ويبقى في نفس الاتجاه، وهي نقطة من نقاط ضعف الشركة فبالرغم من تحقيقها لإيرادات معتبرة سجلت عجزا في مؤشر خزينة الاستغلال بشكل مفاجئ.

✚ إذا قارنا الشركتين من حيث التوازن المالي وحجم وكفاءة نشاط ملاحظ أن شركة بيوفارم أحسن من شركة صيدال في الأداء المالي والاقتصادي.

3. شركة الأوراسي: تتغير مؤشرات كفاءة وحجم نشاط شركة الأوراسي كما في الشكل الآتي:

الشكل رقم: 78 يمثل تطور حجم وكفاءة النشاط لشركة الأوراسي 2019-2023

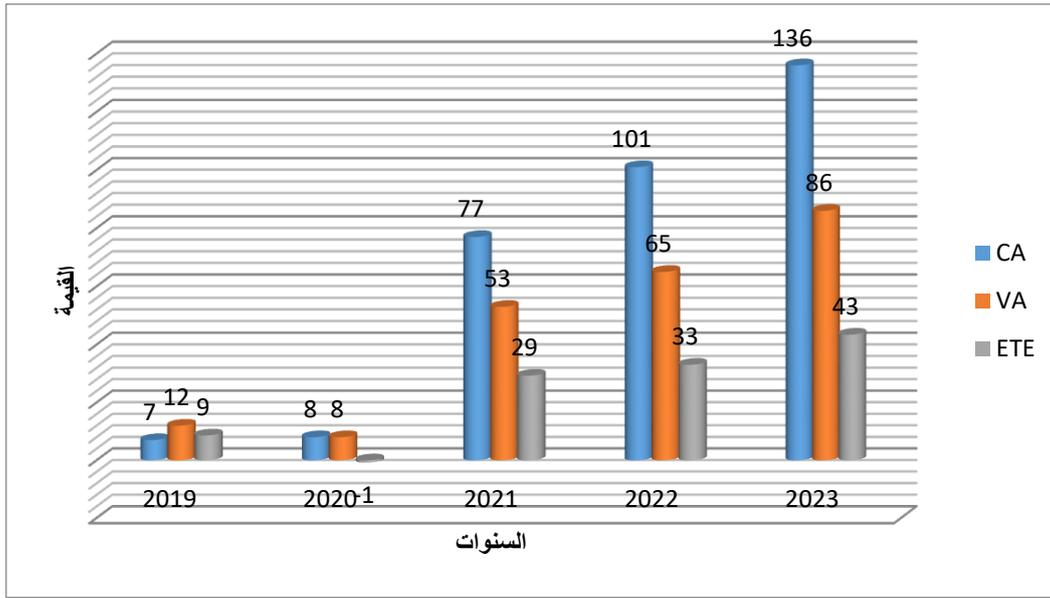


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم : 21

ينخفض رقم أعمال شركة الأوراسي من سنة إلى أخرى حيث قدر معدل الانخفاض المتوسط بـ: 70,65 % - وهو مؤشر دال على انخفاض حجم نشاط الشركة، موازاة مع انخفاض مؤشر القيمة المضافة وخزينة الاستغلال حيث قدر معدل الانخفاض المتوسط للقيمة المضافة بـ: 137,00 % - و 185,71 % - لخزينة الاستغلال، وهذا دليل على تندي كفاءة النشاط الاستغلالي للشركة في هذه الفترة.

4. شركة AOM Invest: تتطور مؤشرات قياس حجم وكفاءة النشاط في شركة AOM Invest كما يلي:

الشكل رقم: 79 يمثل تطور حجم وكفاءة النشاط لشركة AOM Invest 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم : 21

يرتفع مؤشر رقم أعمال شركة AOM Invest من سنة إلى أخرى بشكل متسارع جدا حيث قدر معدل الزيادة بـ: 10,89% خلال سنة 2020 ثم بـ: 901,65% وبمعدل متوسط لسنوات الدراسة قدر بـ: 244,50% وهي دلالة على نمو حجم نشاط الشركة موزاة مع نمو مؤشر القيمة المضافة حيث قدر المعدل المتوسط للنمو بـ: 138,02%، ونمو خزينة الاستغلال بشكل سريع حيث قدر المعدل المتوسط للنمو بـ: 929,42% وهي دلالة على كفاءة النشاط الاقتصادي للشركة.

أما في حالة مقارنة أداء شركتي القطاع الواحد نلاحظ أن شركة AOM Invest أحسن من حيث الاقتصادي والمالي من شركة الأوراسي،

وفي حالة مقارنة القطاعين نلاحظ أن شركات القطاع الصيدلي أفضل من شركات القطاع السياحي ونرجح عدة عوامل ساهمت في ذلك وهي:

- الوضع الاقتصادي السائد (جائحة كوفيد 19) خلال فترة الدراسة الذي أثر بالإيجاب على قطاع الانتاج الصيدلاني وبالسلب على قطاع السياحة؛
- هيكل رأس مال الشركة الذي يؤثر في كيفية و نوعية القرارات المالية المتخذة والتي في مجملها لم تكن صحيحة حسب النموذج المستخدم في دراستنا أدت إلى اختلال التوازن المالي في كثير من الحالات؛
- اختلاف الطابع الإداري المنتهج من قبل الشركات محل الدراسة، والذي يؤثر في استراتيجية الشركة وقراراتها المالية الإستراتيجية؛

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

- اختلاف الشركات محل الدراسة من حيث الحجم، الصنف، وقيمة رأسمالها الاجتماعي، حيث لاحظنا في القطاع الواحد شركة AOMInvest بأداء أحسن من شركة الأوراسي رغم نفس الظروف الاقتصادية، لأنها شركة ناشئة أهم ما يميزها سرعة النمو والمرونة.

### المبحث الثالث: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

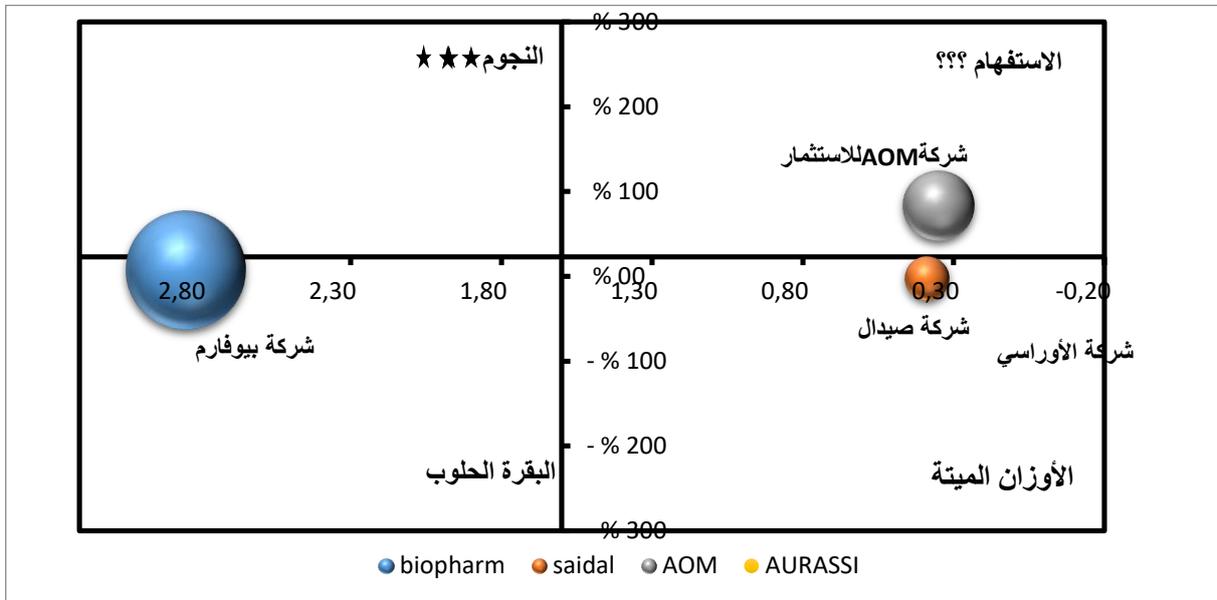
نسعى من خلال هذا الجزء المهم من الدراسة إلى تحليل ومناقشة النتائج كما يلي:

#### المطلب الأول: تحليل الموضع الاستراتيجي للشركات في مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية BCG

يوفر لنا النموذج الذي استخدمناه (جدول التدفقات المالية متعدد السنوات)، في دراستنا كأداة للتحليل والتخطيط الاستراتيجيين للخزينة، العديد من الأرصدة التي يمكن اعتمادها كمؤشرات تبين الموضع الاستراتيجي للشركة، كما يتوفر الجدول على سلسلة زمنية لكل مؤشر يمكن اعتمادها في تحديد اتجاه ذلك المؤشر وبذلك امكانية تحديد الموضع الاستراتيجي في مصفوفة BCG ومدى تطوره بدلالة الزمن كما هو مبين فيما يلي:

#### أولا الموضع الاستراتيجي خلال سنة 2019:

شكل رقم: 80 يمثل الموضع الاستراتيجي في مصفوفة BCG للشركات خلال سنة 2019 (الماضي)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مؤشرات الجداول رقم 13-14-15-16

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

يظهر الشكل أعلاه الموضوع الاستراتيجي للشركات محل الدراسة في مصفوفة BCG، فمن المعلوم وكما سبق وأن ذكر في الجانب النظري يعتمد تحليل حافظة الأنشطة الاستراتيجية على معيارين هما الحصة السوقية النسبية للنشاط الاستراتيجي (أو المنتج) و معدل نمو السوق، وفي دراستنا هذه اعتمدنا على رقم الأعمال السنوي لكل شركة بافتراض أنهم يتقاسمون الحصة السوقية فيما بينهم لإيجاد الحصة السوقية النسبية لكل شركة، ومعدل نمو السوق الذي يمثل معدل نمو رقم الأعمال السنوي لكل شركة، بينما حجم الفقاعة أو الكرة فهو ممثل بمؤشر القيمة المضافة الذي يوفره جدول التدفقات المالية المتعدد السنوات، الذي فسح لنا المجال لمعرفة اتجاه كل مؤشر على مدى خمسة سنوات بما فيها المؤشرات التي استخدمناها لمعرفة الموضوع الاستراتيجي للشركة، فقد أظهرت النتائج:

**1. شركة الأوراسي:** الشركة في وضعية الأوزان الميتة والتي تعني احتياجات مالية قليلة مقابل إيرادات مالية منخفضة، حيث لاحظنا من خلال تحليل الجدول المتعدد السنوات للتدفقات المالية، أن أداء الشركة المالي لم يرق للمستوى المطلوب ولم تحقق شروط التوازن المالي الذي يتطلبها الجدول خلال هذه السنة، والسبب يعود بالدرجة الأولى إلى جائحة كوفيد-19 الذي أثر بشكل كبير على القطاع السياحي بأسره لاسيما شركات الفنادق وعلى غرارها شركة الأوراسي التي تأثرت إيراداتها، فالقرار الأمثل في هذه الحالة هو البحث عن أفكار ابتكارية جديدة وتطويرها لإيجاد مداخيل إضافية للشركة أو الخروج من السوق نهائيا.

**2. شركة بيوفارم:** الشركة في وضعية البقرة الحلوب مع النجوم: والتي تعني إيرادات مالية كبيرة مقابل احتياجات مالية قليلة، وهي الحالة التي تعبر عادة على مرحلة النضج للنشاط الاستراتيجي للشركة بمعنى تحقيق إيرادات كبيرة برغم من انخفاض معدل نمو السوق 8% مقارنة بشركة AOM للاستثمار 84% الذي يؤثر بشكل مباشر في المعدل المتوسط لنمو السوق 29% الذي يمثل محور السينات الذي يقسم المصفوفة إلى شقين، فالقرار الأمثل للشركة بالنسبة للشركة في حالتنا هذه زيادة الاستثمار لتعزيز هذا الموضوع الاستراتيجي وتحقيق عوائد أكبر.

**3. شركة صيدال:** وضعية الأوزان الميتة بمعنى حصة سوقية نسبية متوسطة 39% ومعدل نمو السوق منخفض جدا مقدر بـ: -2%، فالشركة بدل استغلال زيادة الطلب على المنتجات الصيدلانية بسبب الجائحة قامت بتمويل استثمارات جديدة كما بينها الجدول لم تعط إيرادات بعد أو أنها مازالت في بداية نشاطها إيراداتها قليلة جدا، فالقرار الأمثل الذي ينصح به المحللون الماليون هو الخروج من الاستثمار الحالي والبحث عن استثمارات أخرى تحقق الشركة من خلالها إيرادات إضافية.

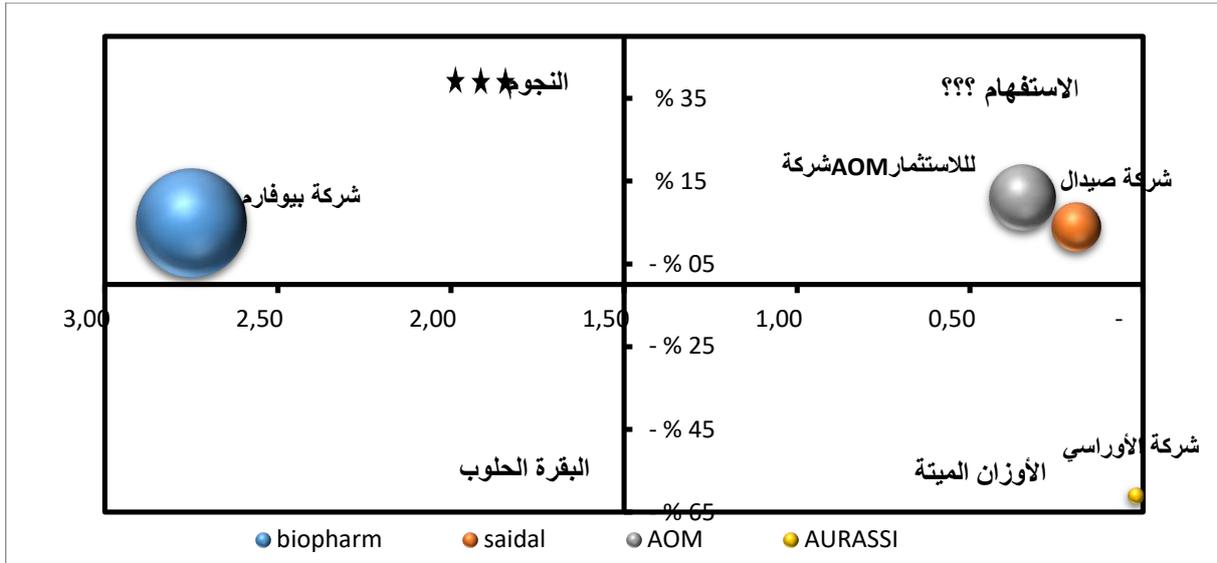
**4. شركة AOM للاستثمار:** الشركة في وضعية الاستفهام، بمعنى معدل نمو السوق مرتفع 84% مقابل حصة سوقية نسبية منخفضة 35%، فالقرار الأمثل للشركة في هذه الحالة هو زيادة الاستثمار لتحقيق إيرادات أكبر تعزز من خلال

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

الموضع الاستراتيجي أو تغيير الاستثمار، والمعلوم ان الشركة هي مؤسسة ناشئة تتميز عن باقي الشركات بمعدلات النمو المرتفعة والمرونة في التكيف مع التغيرات التي تشهدها بيئتها.

ثانيا الموضع الاستراتيجي خلال سنة 2020:

شكل رقم: 81 يمثل الموضع الاستراتيجي في مصفوفة BCG للشركات خلال سنة 2020 (الماضي)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مؤشرات الجداول رقم 13-14-15-16

يظهر الشكل أعلاه الموضع الاستراتيجي للشركات محل الدراسة خلال سنة 2020،

1. شركة الأوراسي: الشركة بقيت في وضعية الأوزان الميتة، فالملاحظ هو انخفاض معدل نمو السوق إلى -61% وانخفاض الحصة السوقية النسبية إلى 2% ويرجع سبب هذا التدهور في الموضع الاستراتيجي للشركة على الانخفاض الحاد في إيرادات الشركة بسبب الظروف الصحية المعروفة، فالقرار الأمثل في هذه الحالة هو الخروج من السوق نهائيا.
2. شركة بيوفارم: تحولت الشركة من وضعية البقرة الحلوب إلى وضعية النجوم: والتي تعني إيرادات مالية كبيرة مقابل احتياجات مالية كبيرة، فموضع الشركة تأثر بشكل مباشر بمؤشرات شركة الأوراسي التي أثرت في المعدل المتوسط لنمو السوق الذي انخفض إلى 10% مقارنة بـ 29% في السنة الماضية والذي أثر بشكل مباشر معالم المصفوفة، بينما القرار الأمثل بالنسبة للشركة في حالتنا هذه زيادة الاستثمار للانتقال للموضع الاستراتيجي البقرة الحلوب وتعزيز هذا الموضع.
3. شركة صيدال: انتقلت الشركة من وضعية الأوزان الميتة إلى وضعية الاستفهام والتي تعني تحسن معدل نمو السوق بالنسبة للشركة فقد أصبح 4% مقابل -2% للسنة الماضية، فالشركة لم تستغل فرصة زيادة الطلب على المنتجات

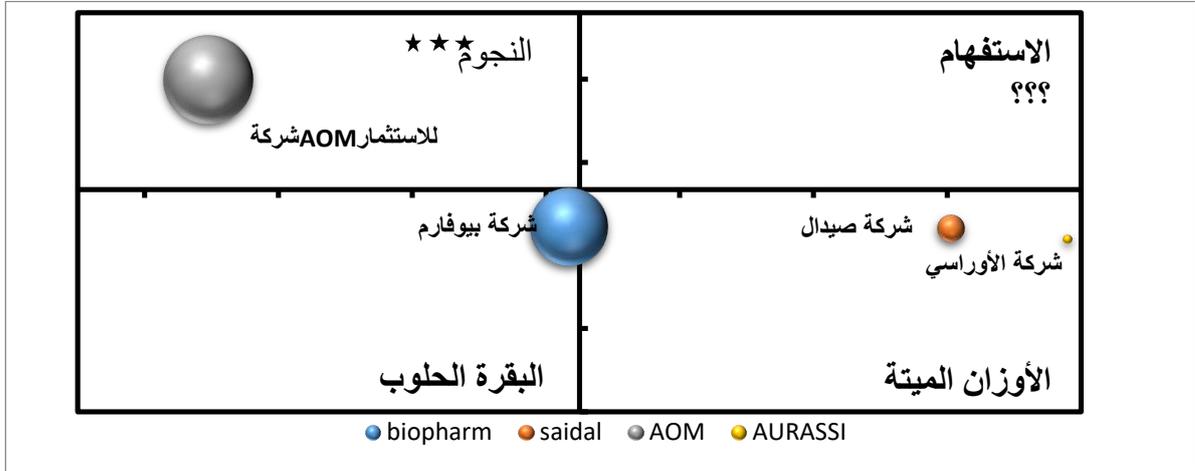
## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

الصيدلانية بسبب الجائحة استغلالا أمثالا، بل ولم تتحكم في تكليف دورة الاستغلال التي شهدت ارتفاعا مقارنة بمبيعاتها السنوية، إضافة إلى ذلك قامت بتمويل استثمارات جديدة كما بينها الجدول لم تعط إيرادات بعد أو أنها مازالت في بداية نشاطها إيراداتها قليلة جدا، فالقرار الأمثل بالنسبة للشركة في هذه الحالة هو المفاضلة بين الخروج من الاستثمار الحالي والبحث عن استثمارات أخرى أو تعزيز الاستثمار الحالي لتحقيق إيرادات إضافية تسمح لها بتغيير موضعها الاستراتيجي.

4. شركة AOM للاستثمار: بقيت الشركة في وضعية الاستفهام، إلا أنها حققت تقدما ملحوظا نحو موضع استراتيجي أحسن مقارنة بالسنة الماضية، ويرجع الفضل في ذلك إلى تدهور وضعية شركة الأوراسي الذي أثر على معالم المصفوفة حيث فقد نمو السوق مرتفع 11% مقابل حصة سوقية نسبية جيدة 35%، فالقرار الأمثل بالنسبة للشركة في هذه الحالة هو المواصلة في الاستثمار وتعزيزه لتحقيق إيرادات أكبر تعزز من خلال الموضع الاستراتيجي أو تغيير الاستثمار نهائيا.

ثالثا الموضع الاستراتيجي خلال سنة 2021:

شكل رقم: 82 يمثل الموضع الاستراتيجي في مصفوفة BCG للشركات خلال سنة 2021 (الحاضر)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مؤشرات الجداول رقم 13-14-15-16

يظهر الشكل أعلاه الموضع الاستراتيجي للشركات محل الدراسة خلال سنة 2021،

1. شركة الأوراسي: الشركة بقيت في وضعية الأوزان الميثة، مع تحسن طفيف حيث بلغ معدل نمو السوق 29% بينما انخفضت الحصة السوقية النسبية إلى 1% ويرجع سبب هذا التحسن الطفيف هو ظهور بوادر التحسن وعودة النشاط للقطاع السياحي الذي عرف ركودا خلال الفترة الماضية، إلا أن النمو المتسارع الذي شهدته شركة AOM

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

للاستثمار خلال هذه الفترة أثر على معدل النمو المتوسط للسوق وبذلك تأثر الموضع الاستراتيجي للشركة، فالقرار الأمثل في هذه الحالة هو الخروج من السوق نهائيا.

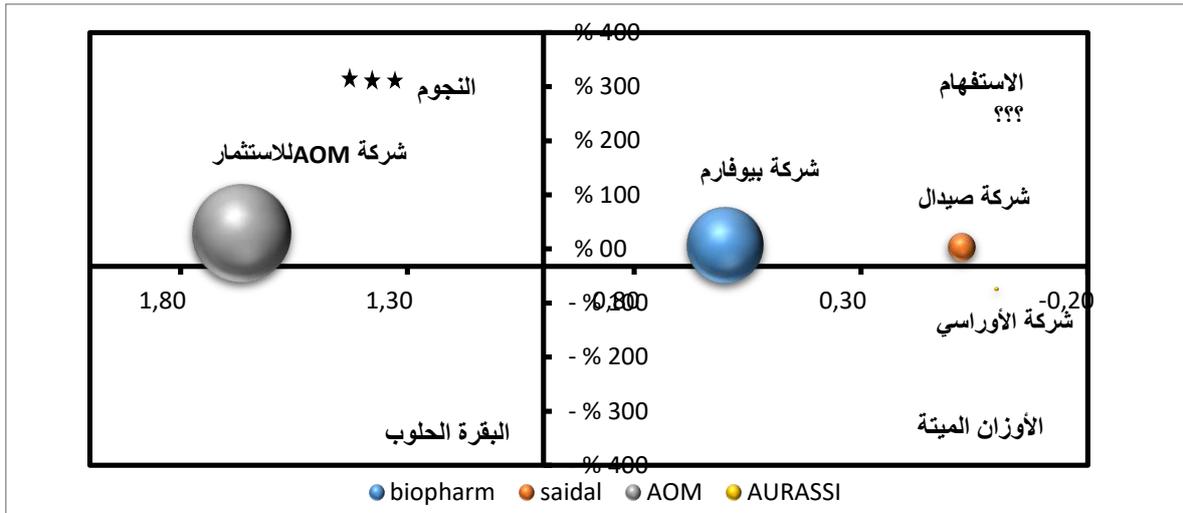
2. شركة بيوفارم: تحولت الشركة إلى وضعية البقرة الحلوب: والتي تعني تحقيق عوائد مالية كبيرة مقابل تكاليف منخفضة، ولا يخفى التأثير الكبير لمعدل نمو شركة AOM للاستثمار في المعدل المتوسط لنمو السوق الذي بلغ 237 % بعد أن كان 10 % خلال سنة 2020، والقرار الأمثل في هذه الحالة هو الاستمرار في الاستثمار لتعزيز موضعها الاستراتيجي.

3. شركة صيدال: عادت الشركة إلى وضعية الأوزان الميئة بعد أن شهدت تحسنا ملحوظا انتقلت على إثره إلى وضعية الاستفهام خلال السنة الماضية، لكن أبرز مايمكن ملاحظته هو تأثير معدل نمو السوق لشركة AOM للاستثمار الذي بلغ 900% على المعدل المتوسط لنمو السوق الذي قدر بـ: 237% بينما لم يتغير معدل نمو السوق بالنسبة للشركة 4 % فالقرار الأمثل بالنسبة للشركة في هذه الحالة هو الخروج من الاستثمار والبحث عن استثمارات أخرى لتحقيق إيرادات أخرى تسمح لها بتحسين موضعها الاستراتيجي.

4. شركة AOM للاستثمار: انتقلت الشركة من وضعية الاستفهام إلى وضعية النجوم، الذي يعني إيرادات مالية كبيرة مقابل احتياجات مالية مرتفعة، الملاحظ أن الشركة حققت نموا كبيرا في مبيعاتها السنوية فقد بلغ المعدل 900% مقابل 84 % في السنة الماضية، والسبب وراء ذلك هو كون الشركة ناشئة أبرز مايميزها هو معدلات النمو الكبيرة إضافة إلى مرونتها في التكيف مع الظروف المحيطة التي ساعدتها في تحقيق عوائد كبيرة وموضعا استراتيجيا مميذا، فالقرار الأمثل في هذه الحالة هو المواصلة في استراتيجية الاستثمار لدعم الموضع الاستراتيجي وتحسينه.

رابعا الموضع الاستراتيجي خلال سنة 2022:

شكل رقم: 83 يمثل الموضوع الاستراتيجي في مصفوفة BCG للشركات خلال سنة 2022 (المستقبل)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مؤشرات الجداول رقم 13-14-15-16

يظهر الشكل أعلاه الموضوع الاستراتيجي المتوقع للشركات محل الدراسة خلال سنة 2022،

1. شركة الأوراسي: إذا تواصلت نفس الظروف المحيطة بالشركة في المدى المتوسط يتوقع أن تبقى الشركة في وضعية الأوزان الميتة، والتي تعني انخفاض في معدل نمو السوق مع انخفاض في الحصة السوقية النسبية مضاف إليها فقاعة بحجم صغير تعبيرا عن انخفاض مؤشر القيمة المضافة، حيث نلاحظ أن معدل نمو السوق المتوقع سينخفض إلى -73% وستؤول الحصة السوقية النسبية المتوقعة للشركة إلى الصفر تقريبا، وبناء على الموضوع الاستراتيجي للشركة وفي ظل هذه المعطيات يكون القرار الأمثل حسب المحلل المالي هو الخروج تماما من السوق، أما الواقع يحتتمل أن يكون مغايرا، فشركة الأوراسي تعد من الهياكل الاستراتيجية التي تعول عليها الدولة من أجل خلق اقتصاد بعيد عن الربيع، لذلك لن تتخلى عنها الدولة.

2. شركة بيوفارم: يتوقع أن تتحول الشركة إلى وضعية الاستفهام: والتي تعني حصة سوقية نسبية منخفضة حيث ستقدر بـ: 60% مقارنة بشركة AOM للاستثمار 167% ومعدل نمو السوق مرتفع مقدر بـ: 7% مقارنة بالمعدل المتوسط لنمو السوق المقدر بـ: -32%، أما التفسير المحتمل لتراجع الشركة لوضعية الاستفهام قد يكون تراجع الطلب على المنتجات الصيدلانية والشبه صيدلانية بسبب تحسن الوضع الصحي وزوال جائحة كوفيد-19، فالقرار الأمثل للشركة في هذه الحالة هو المفاضلة بين الخروج من الاستثمار أو الاستمرار بجزر من أجل كسب حصص سوقية أكبر وتحسين المركز التنافسي والاستراتيجي.

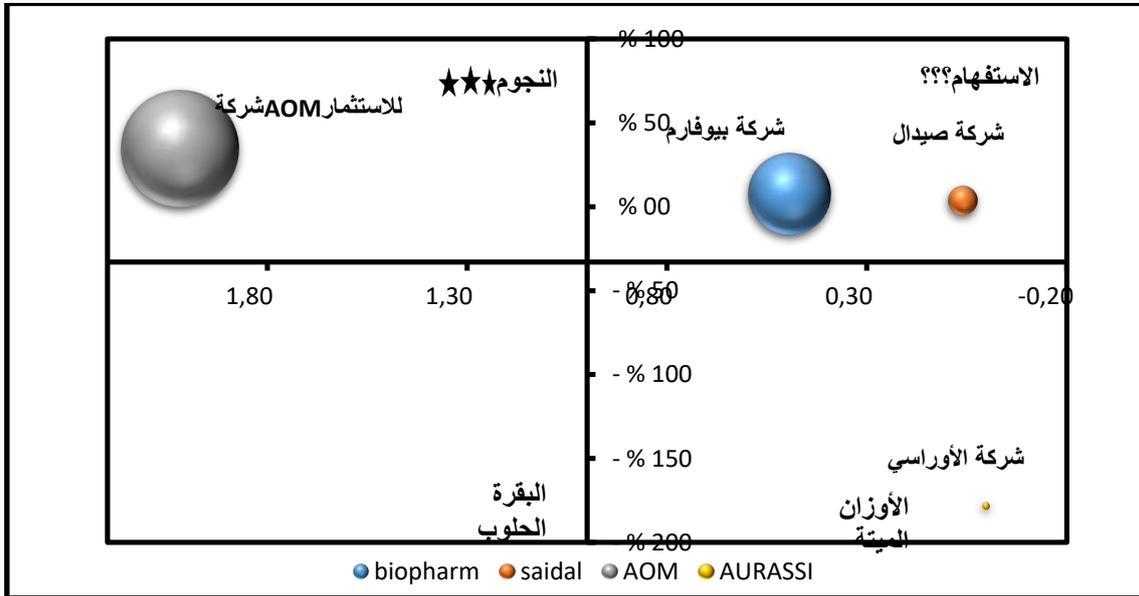
## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

3. شركة صيدال: يتوقع أن تعود الشركة إلى وضعية الاستفهام والتي تعني تحسن طفيف في أداء الشركة مقارنة بالسنة الماضية، ويرجع سبب هذا التحسن بالدرجة الأولى إلى تراجع المعدل المتوسط لنمو السوق الذي يمثل محور السينات الذي يقدر بـ: -32% بينما معدل نمو السوق بالنسبة للشركة فيقدر بـ: 4% فهو أكبر من المعدل المتوسط لنمو السوق السالف الذكر، وحسب هذه الوضعية يعد القرار الأمثل للشركة في هذه الحالة هو المفاضلة بين مواصلة الاستثمار والمنافسة على الحصة السوقية لكن بحذر، أو الخروج من الاستثمار ومن السوق تماما.

4. شركة AOM للاستثمار: يتوقع أن تبقى الشركة في وضعية النجوم مع اقتربها من وضعية البقرة الحلوب، وهذا معناه عوائد مالية عالية مقابل احتياجات مالية مرتفعة نسبيا، فالشركة تتجه نحو احتلال الموضع الاستراتيجي المطلوب بفضل أدائها الجيدة، حيث يقدر معدل نمو السوق بالنسبة لها 30%، وحصة سوقية نسبية تقدر بـ: 167%، وبناء على هذه المعطيات يصبح القرار الأمثل حسب المحلل المالي هو الاستمرار في الاستثمار بنفس الوتيرة للتحويل للموضع الاستراتيجي المطلوب وتعزيزه وفق ما تقتضيه متطلبات التنافسية.

خامسا الموضع الاستراتيجي خلال سنة 2023 :

شكل رقم: 84 يمثل الموضع الاستراتيجي في مصفوفة BCG للشركات خلال سنة 2023 (المستقبل)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مؤشرات الجداول رقم 13-14-15-16

يظهر الشكل أعلاه الموضع الاستراتيجي المتوقع للشركات محل الدراسة خلال سنة 2023،

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

1. **شركة الأوراسي:** يتوقع أن تواصل الشركة في نفس الموضع الاستراتيجي سيما إذا لم تحدث تغيرات في المدى المتوسط، أي وضعية الأوزان الميئة التي تعني انخفاض في معدل نمو السوق الذي سيقدر في 2023 بـ: -178%، وحصصة سوقية نسبية منعدمة تقريبا حسب خط الاتجاه العام لهذه المؤشرات، والقرار الأمثل في هذه الحالة سيكون الخروج نهائيا من السوق، إلا أن الواقع قد يكون مغايرا تماما سيما وأن الظروف التي تسببت فيها الجائحة ستؤول إلى الزوال بفتح المجالات الجوية وعودة الأنشطة الاقتصادية لاسيما السياحية منها، إضافة إلى ذلك فإن شركة الأوراسي تعد من المكاسب الاستراتيجية التي تمتلكها الدولة فهي لن تتخلى عنها.
2. **شركة بيوفارم:** يتوقع أن تتحول الشركة من وضعية الاستفهام إلى وضعية النجوم: والتي تعني حصصة سوقية نسبية مرتفعة حيث ستقدر بـ: 50% ومعدل نمو السوق مرتفع مقدر بـ: 8% مقارنة بالمعدل المتوسط لنمو السوق المقدر بـ: -33%، فالقرار الأمثل للشركة في هذه الحالة هو الاستمرار في استثماراتها الحالية من أجل زيادة الحصة السوقية لتجسين وتعزيز الموضع الاستراتيجي.
3. **شركة صيدال:** يتوقع أن تبقى الشركة في وضعية الاستفهام مع انخفاض طفيف في مؤشر الحصة السوقية النسبية الذي سيقدر بـ: 6%، ويرجح أن يرجع سبب هذا التراجع إلى انخفاض الطلب على منتجات الشركة وزيادة حدة المنافسة، ويبقى القرار الأمثل للشركة في هذه الحالة هو المفاضلة بين مواصلة الاستثمار والمنافسة على الحصة السوقية بحذر، أو الخروج من الاستثمار نهائيا.
4. **شركة AOM للاستثمار:** يتوقع أن تبقى الشركة في وضعية النجوم ، حيث سيرتفع معدل نمو السوق للشركة إلى 35%، و سترتفع الحصة السوقية النسبية إلى بـ: 202%، وبناء على هذه المعطيات يصبح القرار الأمثل حسب المحلل المالي هو الاستمرار في الاستثمار بنفس الوتيرة للتحويل للموضع الاستراتيجي البقرة الحلوب وتعزيز هذا المركز التنافسي.

### المطلب الثاني: دراسة وتقييم القرارات المالية المتخذة في الشركات محل الدراسة

نسعى في هذا الجزء إلى دراسة وتقييم القرارات المالية المتخذة على مستوى الشركات الجزائرية المدرجة في البورصة الجزائرية على مدى فترة الدراسة وإظهار نتائجها وأثرها في التوازن المالي لهذه الشركات من خلال مايلي:

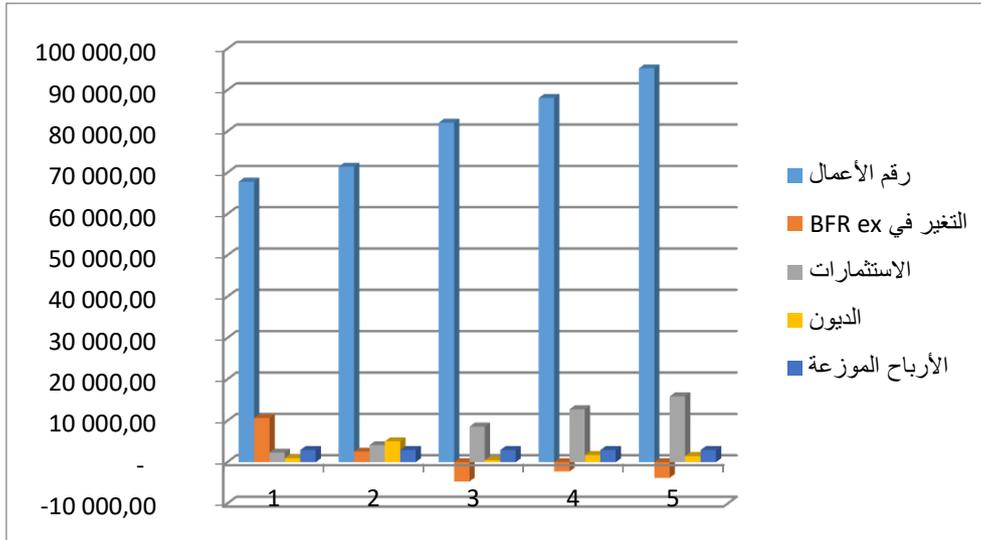
**أولا دراسة نقدية لنتائج القرارات المالية المتخذة :** بالاستناد إلى شروط التوازن المالي التي يفرضها النموذج المقترح في عملية تحليل وتخطيط خزينة عينة الشركات المدروسة، نحاول دراسة وتحليل أهم القرارات المالية المتخذة ومدى تأثيرها في الوضعية المالية لهذه الشركات كما يلي:

1. شركة بيوفارم:

أ. تطور القرارات المالية الاستراتيجية للشركة: اتخذت الشركة العديد من القرارات المالية الاستراتيجية على مدى

سنوات الدراسة، كانت نتائجها كما هو مبين في الشكل الموالي:

شكل رقم: 85 تغير الاستثمارات والأرباح الموزعة والديون مقارنة برقم الأعمال لشركة بيوفارم 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مؤشرات الجدول رقم 13

يبين الشكل أعلاه تطور المؤشرات التي تظهر نتائج القرارات المالية المتخذة من قبل المجلس الإداري لشركة بيوفارم على مدى سنوات الدراسة، ومدى تأثيرها وتأثيرها في وضعية التوازن المالي للشركة، وذلك بالاستناد إلى شروط التوازن المالي التي يفرضها النموذج المستخدم (جدول TPF).

ب. دراسة وتقييم أهم القرارات المالية للشركة وفق النموذج المستخدم: من خلال ماتقدم من تحليل للمؤشرات

المكونة للرصيد النهائي للخزينة وبالاستناد إلى قواعد جدول التدفقات المالية متعدد السنوات الذي استخدم

كأداة لتحليل التدفقات المالية، أظهرت البيانات أن مجلس إدارة الشركة قد أقدم على اتخاذ العديد من القرارات

التي أدت إلى تحسين الوضعية المالية للشركة من خلال استغلال الظروف الصحية والتغيرات المصاحبة، فحسب

منطق الجدول المتعدد السنوات فإن شروط التوازن المالي للشركة هي :

➤ الرصيد الاقتصادي DAFIC يجب أن يكون موجبا لعدة سنوات

➤ الرصيد المالي S.F يجب أن يكون سالبا قليلا لعدة سنوات (تسديد أقساط من الديون)

➤ الرصيد الجاري S.G يجب أن يكون موجبا قليلا حتى تتمكن الشركة من توزيع أرباح على الشركاء

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

➤ **رصيد الخزينة** الذي يجب أن يكون موجبا قليلا لتفادي إحدى الحالتين:

✓ رصيد الخزينة سالبا: الخزينة تعاني عجزا قد يؤدي بها إلى عدم قدرتها على تسديد الاستحقاقات القادمة

✓ رصيد الخزينة موجبا ومعتبرا: الخزينة بها فائضا كبيرا وهذا يعني أن الشركة تتحمل تكلفة الفرصة البديلة أي أن

الشركة في هذه الحالة جمدت سيولتها التي كان بإمكانها استثمارها وتحقيق عوائد منها.

فشركة بيوفارم في دراستنا هذه اتخذت العديد من القرارات أبرزها:

➤ **اقتناء تسيّيات الاستغلال**: فقد بلغ التغير في تسيّيات الاستغلال لسنة 2019 قيمة 2342 م دج، أي بمعدل

3,45% من رقم الأعمال السنوي، وهذا فيه دلالة على وعي الشركة بضرورة تجديد عتاد الاستغلال أو توسيع

النشاط في ظل الظروف الراهنة، أي استغلال الفرص المصاحبة للتغيرات التي تحدث جراء الجائحة التي شهدتها البيئة

الاقتصادية، وقد واصلت الشركة بنفس الاستراتيجية حيث خصصت مبالغ إضافية في السنة الموالية من أجل اقتناء

تسيّيات أخرى، أو توسيع استثماراتها، حيث بلغ التغير قيمة 4139 م دج، أي بمعدل 5,80% من المبيعات

السنوية، أي بزيادة قدرها 2,35% عن السنة الماضية، فالشركة ماضية في استراتيجية توسيع استثماراتها، وما يؤيد

ذلك هو التطور المتسارع لنفس المؤشر في السنة الموالية والذي بلغ نسبة 108%، مقابل 77% مقابل السنة الماضية،

وبعبارة أخرى خصصت الشركة 10,47% من المبيعات السنوية للاستثمار أو التجديد خلال سنة 2021، وهو

دليل إضافي على وعي الشركة بضرورة توسيع الاستثمارات وتجديد عتاد الانتاج في ظل ارتفاع الحصة السوقية،

وبالعودة إلى الجدول المتعدد السنوات نجد أن القرارات المتخذة بشأن الاستثمارات لم تؤثر على شرط التوازن المالي

الذي يفرضه الجدول حيث توسعت الشركة في حدود قدرتها المالية، بمعنى أن الرصيد الاقتصادي بقي موجبا ومعتبرا

طيلة فترة الدراسة.

➤ **قرار التمويل**: نلاحظ من خلال الرصيد المالي الذي كان سالبا على مدى سنوات الدراسة وهو ما يحقق شرط

التوازن المالي حسب منطق الجدول المستخدم في دراسة وتحليل التدفقات المالية، ورغم هذا نلاحظ أن الشركة اتخذت

قرار اللجوء إلى الديون الطويلة حيث قدر التغير في الديون الطويلة خلال سنة 2019 بـ: 3282 م دج مقابل 95 م

دج كتغير في السنة الموالية و 560 م دج في السنة الموالية، فالشركة رغم ماتحققه من عوائد ورغم وضعيتها المالية المريحة

تلجأ إلى الديون التي لاحظناها من خلال مؤشر التغير في الديون الطويلة التي عادة ماتكون مكلفة، فمجلس الإدارة

لم يوفق إلى حد كبير في قرار الاستدانة، سيما الديون الطويلة، التي قد تصاحبها مخاطر ارتفاع تكاليف الاستدانة

وعدم القدرة على السداد في المستقبل، وقد تكون الامتيازات الضريبية والتسهيلات البنكية (تخفيض الرسم على

النشاط المهني في قطاع الانتاج) التي تمنحها الدولة للشركات المنتجة من أجل دعم الاستثمار ودفع وتيرة قطاع

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

الانتاج المحلي تصاحبها منح قروض طويلة (من أجل دعم ودفع القطاع البنكي)، هي أحد الأسباب المباشرة التي أدت بمجلس الإدارة إلى اتخاذ قرار اللجوء إلى الاستدانة، وقد تكون أيضا آلية الرفع المالي أحد الأسباب بما أن سوق المنتجات الصيدلانية وشبه صيدلانية قد شهد رواجاً كبيراً خلال هذه الفترة بسبب الجائحة،

**قرار توزيع الأرباح:** قدرت الأرباح الموزعة بـ 2936 م دج لكل سنة من سنوات الدراسة، فالملاحظ أن مجلس إدارة الشركة قد اتخذ قرار توزيع الأرباح على مدى سنوات الدراسة، لأن الشركة قد حققت نتائج إيجابية يفسح المجال من خلالها إلى خيارات عديدة، أبرزها توزيع الأرباح من أجل تعزيز سمعة الشركة عند الأعوان الاقتصاديين والمستثمرين، إضافة إلى ورفع القيمة السوقية للشركة، إلا أن أبرز ما يمكن نقده هو أن القيمة الثابتة للأرباح الموزعة على مدى ثلاث سنوات رغم نمو إيرادات الشركة وهو ما يطرح العديد من التساؤلات حول الاستراتيجية المالية المتبعة، والسوق الثانوي الذي يتم فيه التداول، فالشركة هي شركة أموال ذات أسهم تتأثر قيمتها بشكل مباشر بالسعر السوقي للسهم.

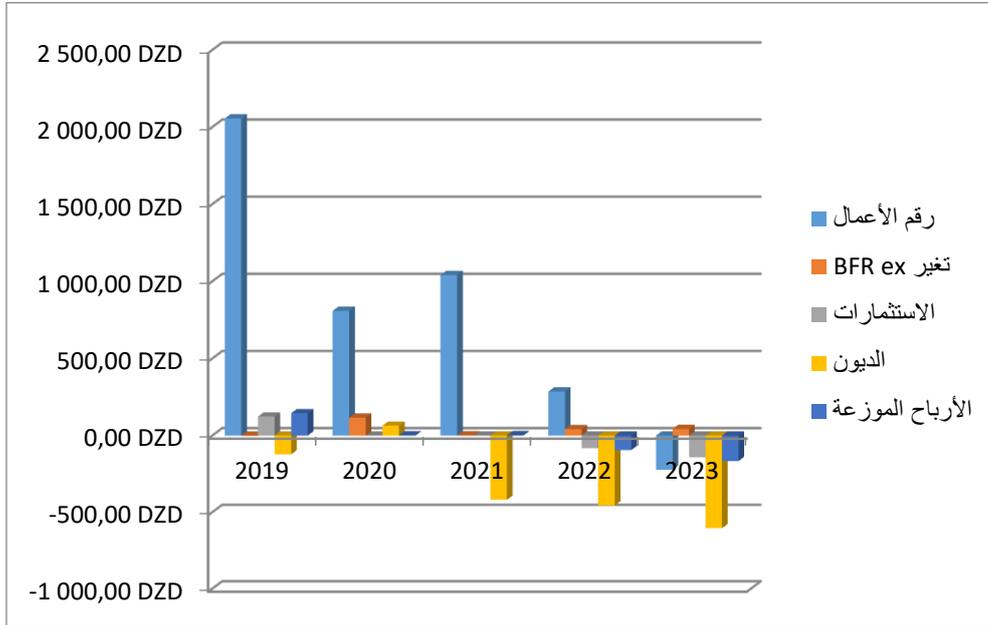
**قرار تسيير الاحتياج في رأس المال العامل:** أبرز ما يظهره مؤشر التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال هو سياسة التسويق التي تتبعها الشركة، حيث تظهر النتائج أن مهل دوران الزبائن أكبر من مهل دوران الموردين خلال السنة الأولى من الدراسة، فمن الطبيعي أن يكون الطلب المتنامي على المنتجات الصيدلانية بسبب جائحة كوفيد 19 خلال هذه الفترة بالذات سبباً وراء اتخاذ قرار خفض فترات تحصيل ديون العملاء، أو البيع مع القبض الفوري، أما في السنة الموالية نلاحظ انخفاض التغير في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال فالشركة أعادت النظر في قرار تسيير عناصر الاحتياج من خلال تمديد فترات التحصيل و تقليص فترات التسديد للموردين، إضافة إلى خفض مهل دوران المخزون، وذلك على خلفية ظهور بوادر زوال الجائحة وعودة الأمور إلى مجراها، وتؤكد هذه الفرضية خلال السنة الموالية، أي 2021، حيث لاحظنا انخفاض الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال الذي يعني اتخاذ قرار خفض مهل دوران المخزون، وتمديد فترات تحصيل الديون من الزبائن، فقرار تسيير الاحتياج في رأس المال العامل وفق القيود الانتاجية و التسويقية هو قرار متعلق باستراتيجية الشركة الذي يمكن أن يجنبها العديد من المخاطر أبرزها العسر المالي، نفاذ المخزونات، وخسارة حصص سوقية.

## 2. شركة الأوراسي:

أ. تطور القرارات المالية الاستراتيجية للشركة: اتخذت الشركة العديد من القرارات المالية الاستراتيجية على مدى سنوات الدراسة، كانت نتائج تلك القرارات كما هو مبين في الشكل الموالي:

شكل رقم: 86 تغير الاستثمارات والأرباح الموزعة والديون مقارنة برقم الأعمال

لشركة الأوراسي 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مؤشرات الجدول رقم 14

يبين الشكل أعلاه تغير المؤشرات التي تظهر نتائج القرارات المالية المتخذة من قبل المجلس الإداري لشركة الأوراسي على مدى سنوات الدراسة، ومدى تأثيرها وتأثيرها في الوضعية المالية للشركة حسب شروط التوازن المالي التي يفرضها النموذج المستخدم (جدول TPF).

ب. دراسة وتقييم أهم القرارات المالية للشركة وفق النموذج المستخدم: من خلال ماتقدم من تحليل للمؤشرات المكونة للرصيد النهائي للتغير في الخزينة وحسب منطق جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، الذي استخدمناه كأداة لتحليل التدفقات المالية، تجلت الوضعية المالية للشركة والموضع الاستراتيجي لها من خلال الوضعية الحالية والمستقبلية للخزينة والأرصدة المكونة لها، وقد أظهر التحليل بعض الانحرافات في الأداء المالي للشركة لعل أبرز أسبابها التحديات التي تمر بها الشركة جراء الوضع الاقتصادي السائد خلال فترة الدراسة، والقرارات المتخذة من قبل أصحاب القرار التي أدت إلى اختلال في التوازن المالي، فحسب الجدول المتعدد السنوات شروط التوازن المالي للشركة هي:

➤ الرصيد الاقتصادي DAFIC يجب أن يكون موجبا لعدة سنوات

➤ الرصيد المالي S.F يجب أن يكون سالبا قليلا لعدة سنوات (تسديد أقساط من الديون، او الديون القصيرة)

➤ الرصيد الجاري S.G يجب أن يكون موجبا قليلا حتى تتمكن الشركة من توزيع أرباح على الشركاء؛

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

✚ رصيد الخزينة الذي يجب أن يكون موجبا قليلا حتى تتفادى الشركة إحدى الحالتين:

✓ رصيد الخزينة سالبا: الخزينة تعاني عجزا؛

✓ رصيد الخزينة موجبا ومعتبرا: الخزينة بها فائضا كبيرا وهذا يعني أن الشركة تتحمل تكلفة الفرص البديلة أي أن

الشركة في هذه الحالة جمدت سيولتها التي كان بإمكانها استثمارها وتحقيق عوائد منها.

فشركة الأوراسي في دراستنا هذه اتخذت العديد من القرارات أبرزها:

✚ قرار الاستثمار أو توسيع الاستثمار: خصصت الشركة مبلغ 123 م. دج من أجل تجديد تسييلات الاستغلال أي

مايعادل 6 % من رقم الأعمال المحقق لهذه السنة، وهو مايدل على أن مجلس إدارة الشركة على دراية بما يلزم الشركة

من أجل أدائها لنشاطها الرئيسي، فالبرغم من أن المبلغ معتبر إلى أنه لم يؤثر على الرصيد الاقتصادي الذي بقي فيه

فائضا للاستحقاقات الأخرى وكذا لم يتأثر التوازن المالي للشركة حسب شروط توازن الجدول المتعدد السنوات، أما

خلال سنة 2021 والتي قبلها من سنوات الدراسة فقد اتخذ مجلس إدارة الشركة قرارا بعدم اقتناء استثمارات جديدة

نظرا للوضعية المالية السيئة التي آلت إليها الشركة، حيث شهد النشاط العادي انخفاضا كبيرا أدى إلى انخفاض

إيرادات الشركة وما انجر عنه من تبعات أخرى.

✚ قرار التمويل: يظهر الرصيد المالي مدى اعتماد الشركة على الديون، فقد اتخذ مجلس الإدارة قرار اللجوء إلى الديون

الطويلة خلال السنة الأولى والتي بلغت 252 م دج، أي ضعف المبلغ المخصص لتمويل الاستثمارات الجديدة لنفس

السنة، فالشركة في هذه الحالة قادرة على تمويل الاستثمارات الجديدة من العوائد المحققة من نشاطها العادي وهو

ماينصح به جدول التدفقات المتعدد السنوات، أو اللجوء إلى الاستدانة من جهة لتمويل الاستثمارات الجديدة ومن

جهة ثانية الاستفادة من الامتيازات التي تعطيها الدولة لأصحاب الاستثمارات (قروض معها تسهيلات ضريبية) وفي

هذه الحالة الشركة مطالبة باللجوء إلى القروض الطويلة والمتوسطة بقدر الاستثمار لأن تكلفتها عالية مقارنة بمصادر

التمويل الأخرى.

✚ أما فيما يخص قرار تمويل دورة الاستغلال (قروض قصيرة بما فيها القروض التجارية) فالملاحظ أن الرصيد المعبر عنها

سالبا في بداية الدراسة وذلك معناه أن الشركة لم تعتمد على القروض القصيرة خلال هذه السنة، كما أنها أعطت

تسهيلات للعملاء كون فترات تحصيل الزبائن أكبر من فترات تسديد الموردين في حين كان يستوجب على أصحاب

القرار تسيير فترات التسديد والتحصيل وفق مايتناسب مع واستراتيجياتها التسويقية، المالية والتنافسية دون النظر إلى

الرصيد الاقتصادي الذي كان موجبا و معتبرا في السنة الأولى، أما في السنة الموالية نلاحظ ارتفاع الديون القصيرة

أي أن الشركة قد قررت اللجوء إلى القروض القصيرة بما فيها القرض الإيجاري فهي بذلك أعادت النظر في فترات

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

التسديد والتحصيل من الزبائن والموردين وهو مايمكن اعتباره ردة فعل الشركة اتجاه الانخفاض الحاد في النشاط من أجل إيجاد السيولة اللازمة لاستحقاقها القادمة وتفادي العسر المالي.

**قرار توزيع الأرباح:** اتخذ مجلس إدارة الشركة قرارا بتوزيع الأرباح خلال السنة الأولى من الدراسة وهذا طبيعي جدا كون الشركة حققت عوائد من نشاطها العادي خلال هذه الفترة، حيث قدرت الأرباح الموزعة بـ 145 م.دج، في حين اتخذت قرار الامتناع عن توزيع الأرباح خلال السنتين الموالتين وهو القرار الأقرب إلى الصواب، كون الشركة تعاني انخفاضا كبيرا في أنشطتها العادية وبذلك تدني إيراداتها وما انجر عنه من تبعات مالية، وبالعودة إلى جدول التدفقات المتعدد السنوات، الشركة التي لم تحقق إيرادات كافية في الرصيد الاقتصادي يفرض على أصحاب القرار اتخاذ قرار الاستدانة لإيجاد السيولة اللازمة للاستحقاقات المستعجلة وهو ملاحظناه من خلال الرصيد المالي في مؤشر التغير الصافي في الديون الذي ارتفع بشكل كبير بعد أن كان سالبا دلالة على لجوء الشركة إلى القروض خاصة القصيرة بما فيها القرض التجاري بمعنى الشركة تحاول تعديل مهل دوران الزبائن والموردين بما تقتضيه القيود التي تفرضها الوضعية المالية الحالية والمستقبلية.

**قرار تسيير الاحتياج في رأسال العامل:** يعتبر تسيير عناصر الاستغلال من زبائن وموردين وبدرجة أقل المخزونات كون الشركة تنتج خدمات فندقية غالبا غير قابلة للتخزين، من أبرز السياسات التي يمكن أن تلجأ إليها الشركات بشتى أحجامها وأنواعها من أجل تسيير الوضع المالي وفق ماتستوجبه الظروف المالية والتغيرات الاقتصادية الراهنة، فمجلس إدارة الشركة، في دراستنا هذه، لجأ إلى القروض القصيرة بما فيها القروض التجارية أي تمديد فترة تسديد الموردين وتقليص فترة تحصيل ديون العملاء في ظل القيود التسويقية لخدماتها (دون المساس بالامتيازات الممنوحة للعملاء كميزة تنافسية)، وهو القرار الصائب الذي يراه المحلل المالي كون الشركة تعاني من نقص كبير في السيولة اللازمة لاحتياجاتها المالية.

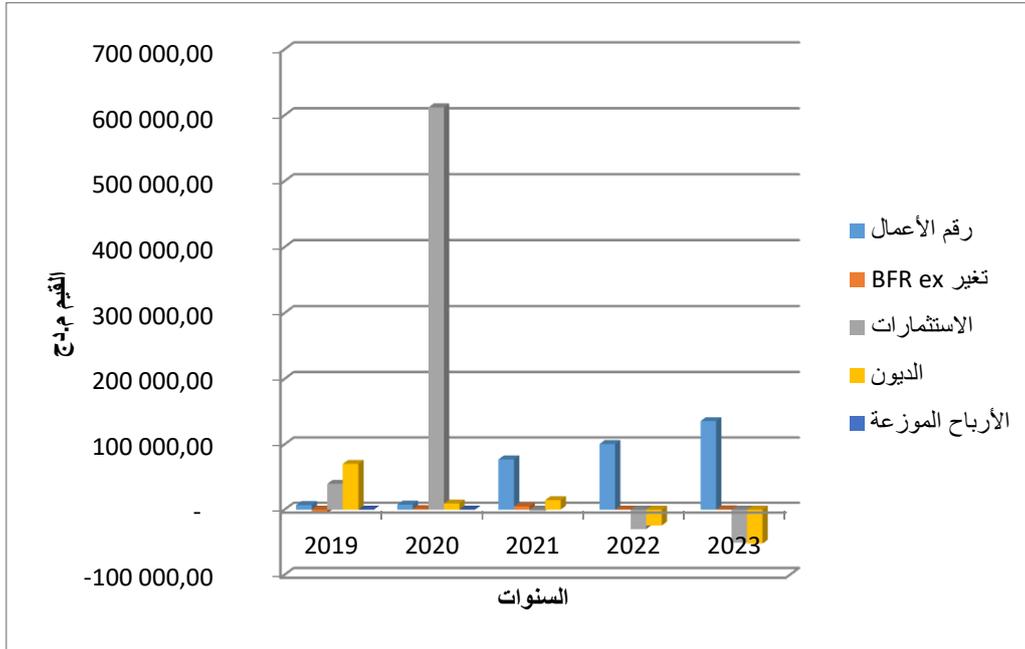
### 3. شركة AOM Invest:

أ. تطور القرارات المالية الاستراتيجية للشركة: اتخذت الشركة العديد من القرارات المالية الاستراتيجية على مدى

سنوات الدراسة كما هو مبين في الشكل الموالي:

شكل رقم: 87 تغير الاستثمارات والديون والأرباح الموزعة مقارنة برقم الأعمال

لشركة AOM Invest 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مؤشرات الجدول رقم 15

يبين الشكل أعلاه تغير المؤشرات التي تبين نتائج القرارات المالية المتخذة من قبل المجلس الإداري لشركة AOM Invest، على مدى سنوات الدراسة، ومدى تأثيرها وتأثيرها في الوضعية المالية للشركة حسب شروط التوازن المالي التي يفرضها النموذج المستخدم (جدول TPF).  
ب. دراسة وتقييم أهم القرارات المالية للشركة وفق النموذج المستخدم: من خلال ماتقدم من تحليل للمؤشرات

المكونة للرصيد النهائي للتغير في الخزينة وحسب منطق جدول التدفقات المالية متعدد السنوات الذي استخدمناه كأداة لدراسة وتحليل الوضعية المالية للشركة وتخطيطها، والتي أظهرت العديد من الانحرافات والاختلالات في التوازن المالي، من أبرز أسبابها التغيرات البيئية والظروف الاقتصادية أثناء الدراسة وآثارها على المدى القريب والمتوسط، والقرارات المتخذة من قبل مجلس إدارة الشركة التي أدت إلى اختلال في التوازن المالي، فحسب الجدول المتعدد السنوات شروط التوازن المالي للشركة هي :

أن يكون:

➤ الرصيد الاقتصادي DAFIC : موجبا لعدة سنوات

➤ الرصيد المالي S.F : سالبا قليلا لعدة سنوات (تسديد أقساط من الديون، او الديون القصيرة)

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

- ✚ الرصيد الجاري S.G: موجبا قليلا حتى تتمكن الشركة من توزيع أرباح على الشركاء
- ✚ رصيد الخزينة: الذي يجب أن يكون موجبا قليلا حتى تتفادى الشركة إحدى الحالتين:

✓ رصيد الخزينة سالبا: الخزينة تعاني عجزا

✓ رصيد الخزينة موجبا ومعتبرا: الخزينة بما فائضا كبيرا وهذا يعني أن الشركة تتحمل تكلفة ما يعرف بالفرص البديلة أي أن الشركة في هذه الحالة جمدت سيولتها التي كان بإمكانها استثمارها وتحقيق عوائد منها.

فمجلس إدارة الشركة في دراستنا هذه اتخذ العديد من القرارات أبرزها:

### ✚ قرار الاستثمار أو توسيع الاستثمار: خصصت الشركة مبلغ 39598 ألف. دج من أجل اقتناء تسيئات الاستغلال

وهو رقم كبير جدا مقارنة برقم الأعمال المحقق في هذه السنة، ليتضاعف حجم الاستثمار بشكل متسارع خلال سنة 2020 حيث بلغ 611936 ألف دج، وهو ما أدى إلى استنزاف ما حققته الشركة من عوائد خلال هذه الفترة، أدى إلى العجز المسجل في الرصيد الاقتصادي، فحسب منطق الجدول المتعدد السنوات فإن الرصيد الاقتصادي لا يحقق شرط التوازن خلال هذه الفترة، كان الأجدر بالشركة تمويل استثمارات حسب قدرتها المالية أي في حدود إيراداتها، إلا أنه لا يمكننا تجاهل أن الشركة حديثة النشأة، فهي شركة ناشئة بأفكار ابتكارية من أبرز خصائصها سرعة النمو، فأصحاب القرار كانوا على دراية بروج منتجاتها لذلك عمدوا إلى رفع وتيرة وحجم النشاط لتحقيق عوائد أكبر بالاعتماد على الديون المالية أو ما يعرف بالرفع المالي، وفي السنة الموالية انخفض مؤشر الاستثمارات بشكل كبير، فالشركة اتخذت قرار وقف التوسع والنمو، قد تكون الحاجة إلى السيولة هي سبب ذلك، فقد لاحظنا نمو رقم الأعمال والإيرادات لهذه السنة، بمعنى تحقيق عوائد مضاعفة مقارنة بالسنوات الماضية وهو المطلوب، فحسب منطق الجدول فإن الشركة حققت التوازن المالي في هذه السنة.

### ✚ قرار التمويل: يظهر الرصيد المالي مدى اعتماد الشركة على الديون، فقد اتخذ مجلس الإدارة قرار اللجوء إلى الديون

الطويلة خلال السنة الأولى، حيث بلغ التغير الصافي في الديون 70180 ألف دج وفي السنة الموالية بلغ التغير 9277 ألف دج و 14582 ألف دج، وهو ما لا يحقق شرط التوازن المالي حسب منطق الجدول المستخدم كأداة لتحليل التدفقات المالية، إذا يجب أن يكون الرصيد المالي سالبا لعدة سنوات والذي يعني بأن الشركة بصدد تسديد الديون، لكن في حالتنا هذه وبالنظر إلى طبيعة نشاط الشركة ومعدلات نمو نشاطها خاصة خلال السنة الثالثة من الدراسة، يتبين أن قرار الاستدانة سيما الديون الطويلة التي بلغ التغير فيها 61955 ألف دج في سنة 2019، من أجل تمويل استثمارات جديدة صائب لأن الشركة استفادت من رواج منتجاتها في تحقيق عوائد مالية معتبرة، أما فيما يخص الديون القصيرة سيما القرض التجاري فقد اتخذ مجلس الإدارة قرار تمويل دورة الاستغلال بالاستعانة بالقروض

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

القصيرة حيث كان التغيير موجبا على مدى سنوات الدراسة وهو القرار الأقرب إلى الصواب كون الشركة بحاجة ماسة إلى السيولة من أجل الاحتياجات المالية القريبة، سلع أو مواد أولية بالتسديد النقدي

**قرار توزيع الأرباح:** لم تتخذ الشركة قرار توزيع الأرباح خلال سنوات الدراسة، فالمعلوم ان قرارا توزيع الأرباح مرتبط باستراتيجية الشركة ورسالتها، فحسب منطق الجدول متعدد السنوات من شروط التوازن المالي أن يكون الرصيد الجاري موجبا قليلا حتى تتمكن الشركة من توزيع الأرباح، لكن في حالتنا هذه صحيح أن الرصيد الجاري موجب في السنة الأولى لكن الشركة لم تتخذ قرار توزيع الأرباح وهو القرار الأقرب كونها مثقلة بالديون، وفي السنة الموالية ينخفض الرصيد الجاري ليصبح سالبا لذلك لا يمكنها توزيع الأرباح، أما في السنة الثالثة لم تتخذ الشركة قرارا توزيع الأرباح رغم ارتفاع الرصيد الجاري ليصبح موجبا يحقق شرط التوازن المالي، ويبقى قرار التوزيع من عدمه من القرارات المالية المتعلقة باستراتيجية الشركة ورؤيتها المستقبلية.

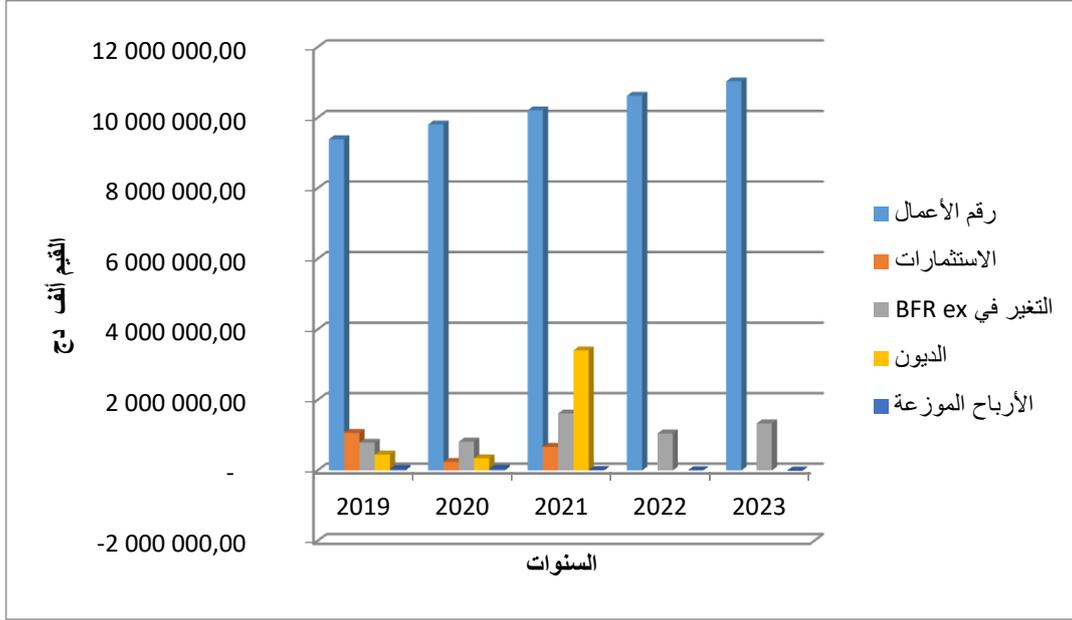
**قرار تسيير الاحتياج في رأس المال العامل:** استغلت الشركة إلى أبعد الحدود تسيير عناصر الاستغلال من خلال اتخاذها لقرار تسيير الاحتياج في رأس المال العام، فقد لاحظنا من خلال مؤشر الرصيد المالي أن التغيير في القروض القصيرة كان موجبا على مدى سنوات الدراسة حيث قدر بـ 8255 ألف دج ، 1699 ألف دج و 15660 ألف دج على التوالي وهي دلالة على أن فترات التحصيل من الزبائن أكبر من فترات التسديد للموردين، إضافة إلى القروض الأخرى القصيرة، في حين قد لا يجدي نفعاً هذا القرار في حالة تنامي حدة المنافسة على الموارد مع ندرتها التي تعطي للموردين قوة تفاوضية أكبر تجعل من الشركة في موقف تفاوضي ضعيف، أو عزوف العملاء عن منتجاتها الذي يجعل من الشركة في موقف تفاوضي ضعيف قدر يجعل من مجلس إدارتها يراجع النظر في فترات تحصيل العملاء.

4. شركة صيدال:

أ. تطور القرارات المالية الاستراتيجية للشركة: اتخذت الشركة العديد من القرارات المالية الاستراتيجية على مدى سنوات الدراسة كما هو مبين في الشكل الموالي:

شكل رقم: 88 تغير الاستثمارات والأرباح الموزعة والديون مقارنة برقم الأعمال

لشركة صيدال 2019-2023



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مؤشرات الجدول رقم 16

يبين الشكل أعلاه تطور المؤشرات التي توضح نتائج القرارات المالية المتخذة من قبل المجلس الإداري للشركة على مدى سنوات الدراسة، ومدى تأثيرها وتأثيرها في الوضعية المالية للشركة حسب شروط التوازن المالي التي يفرضها النموذج المستخدم (جدول TPF).

ب. دراسة وتقييم أهم القرارات المالية للشركة وفق النموذج المستخدم: من خلال ما سبق من تحليل للمؤشرات المكونة للرصيد النهائي للخزينة وحسب منطق جدول التدفقات المالية متعدد السنوات الذي استخدم كأداة لتحليل التدفقات المالية، تبين أن الشركة قد اتخذت العديد من القرارات التي أدت إلى إيجاد بعض الانحرافات والاختلالات في التوازن المالي، فشروط التوازن المالي للشركة حسب الجدول المتعدد السنوات هي:

➤ الرصيد الاقتصادي DAFIC الذي يجب أن يكون موجبا لعدة سنوات

➤ الرصيد المالي S.F يجب أن يكون سالبا قليلا لعدة سنوات (تسديد أقساط من الديون)

➤ الرصيد الجاري S.G يجب أن يكون موجبا قليلا حتى تتمكن الشركة من توزيع أرباح على الشركاء

➤ رصيد الخزينة الذي يجب أن يكون موجبا قليلا حتى تتفادى الشركة إحدى الحالتين:

✓ رصيد الخزينة سالبا: الخزينة تعاني عجزا؛

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

✓ رصيد الخزينة موجبا ومعتبرا: الخزينة بها فائضا كبيرا وهذا يعنى أن الشركة تتحمل تكلفة الفرص البديلة أي

أن الشركة في هذه الحالة جمدت سيولتها وضيعت فرصا للاستثمار وتحقيق عوائد منها.

فشركة صيدال في دراستنا هذه اتخذت العديد من القرارات أبرزها:

**1** **اقتناء تثبيتات:** مايمكن ملاحظته هو نمو تثبيتات الاستغلال لسنة 2019 بمعدل 6 % أي مايقابل 069 617,63 ألف دج وهو مبلغ كبير مقارنة بما تحققه الشركة من أرباح، فحسب فلسفة الجدول فإن الشركة إذا أرادت تحقيق التوازن المالي لابد من تمويل تثبيتات الاستغلال بالأرباح المحققة من النشاط الرئيسي، بمعنى أن الشركة إذا أراد التوسع فلا بد أن تتوسع في حدود قدرتها المالية أو مايعرف بالنمو المتوازن، في حين حاولت الشركة تدارك الوضع وخفض وتيرة نمو تثبيتات الاستغلال حيث بلغ المعدل في سنة 2020 حيث 1% مايقابله 245.544,53 ألف دج فالشركة واصلت سياسة التوسع أو النمو لكن ليس بنفس الوتيرة، وبالنظر إلى منطقتي الجدول فإن هذا التوسع يؤثر على الرصيد الاقتصادي واختلال التوازنات المالية، ولجئها إلى الاستدانة أما في سنة 2021 فنلاحظ ارتفاع التغيير في تثبيتات الاستغلال حيث بلغ المعدل 3 % أي مايقابل 671 534,80 ألف دج وهو مبلغ معتبر مقارنة بما تحققه الشركة من عوائد، فالمعلوم أن تثبيتات الاستغلال تمتلك وتنخفض قيمتها الدفترية كل سنة مالية لكن ملاحظناه من خلال المعلومات التي وفرها لنا الجدول المتعدد السنوات هو أن تثبيتات الاستغلال تشهد نموا من سنة إلى أخرى، أي أن أصحاب القرار في الشركة قد اتخذوا قرار التوسع واقتناء تثبيتات جديدة أو تجديد عتاد النشاط الاستغلالي، دون النظر إلى ما تحققه الشركة من عوائد من أنشطتها العادية، فالشركة في هذه الحالة وحسب منطق الجدول تتوسع بطريقة غير متوازنة أي أنها تعاني اختلال في التوازن المالي رغم الأرباح المحققة، فتحقيق التوازن المالي يتطلب أن يكون الرصيد الاقتصادي موجبا وهو ما يستوجب عدم شراء تثبيتات جديدة أو الاقتناء إن اقتضى الأمر مع مراعاة الرصيد الاقتصادي الموجب.

**2** **قرار التمويل:** نلاحظ من خلال الرصيد المالي أن الشركة في بداية الدراسة قد سددت أقساطا معتبرة من الديون الطويلة والمتوسطة حيث قدر مبلغ التغيير في الديون ب: (520 639,70) ألف دج، رغم أنها سجلت عجزا في الرصيد الاقتصادي بسبب اقتناء تثبيتات، لكن وبالمقابل لجأت إلى الديون القصيرة لسد هذا العجز حيث قدر التغيير في الديون القصيرة ب: 974 218,38 ألف دج، فالمعلوم أن الشركة تلجأ إلى الديون الطويلة من أجل الاستثمارات الطويلة والديون القصيرة من أجل الاستخدامات المالية القصيرة، لكن أصحاب القرار في الشركة بادروا باقتناء تثبيتات تسببت في استنزاف فائض خزينة الاستغلال واتخذوا قرار اللجوء إلى الديون القصيرة من أجل سد العجز المسجل وفوق هذا اتخذوا قرار تسديد أقساطا من الديون الطويلة والمتوسطة، أما في السنة الموالية أي 2020 فقد

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

لاحظنا ارتفاعا في الديون الطويلة والمتوسطة وبدرجة أقل الديون القصيرة رغم انخفاض التغير في تقيتات الاستغلال، وهذا معناه أن أصحاب القرار قد اتخذوا قرار اللجوء إلى الديون بشكل عام من أجل تمويل الاحتياجات المالية رغم ماتحققه الشركة من عوائد معتبرة من أنشطتها العادية، وهو ما قد يفسر بأن الشركة تشهد رواجاً في نشاطها الاقتصادي لذلك لجأت إلى الاستدانة أو ما يعرف بالرافعة المالية، وخير دليل على ذلك هو السنة الموالية التي لاحظنا فيها الارتفاع الكبير في الديون الطويلة والمتوسطة وبدرجة أقل الديون القصيرة حيث قدر التغير بـ: 3 406 136,85 ألف دج أي بمعدل 23.56 % مقارنة بـ: 2,44 % في سنة 2020، وبالعودة إلى الوقائع التي حدثت خلال هذه الفترة فالشركات المنتجة والموزعة للمنتجات الصيدلانية شهدت انتعاشاً كبيراً في هذه الفترة نظراً للجائحة التي مر بها العالم والجزائر بشكل خاص، وبالاستناد إلى شروط التوازن المالي الذي يفرضها الجدول متعدد السنوات فإن الشركة لم تحقق الشرط الثاني من شروط التوازن المالي (رصيد مالي سالب لعدة سنوات) باتخاذها لقرارات اللجوء إلى الاستدانة.

**قرار توزيع الأرباح:** الملاحظ أن الشركة قد اتخذت قراراً توزيع الأرباح على مدى سنوات الدراسة حيث قدرت الأرباح الموزعة في سنة 2019 بـ: 44 497,97 ألف دج وارتفعت في السنة الموالية إلى 52434,67 ألف دج ثم انخفضت إلى 13 820,34 ألف دج في سنة 2021، والمعلوم أن الشركة قد حققت عوائد معتبرة كما سبق وأن ذكر خلال هذه السنوات إلا أنها استنزفتها في اقتناء التقيتات، فحسب منطق تحليل جدول التدفقات المتعدد السنوات كان الأجدر بأصحاب القرار ترشيد قرارات اقتناء التقيتات بما يتوافق مع قدراتها المالية، أي توسيع النشاط بشكل متوازن ليتسنى لها تغطية الاستحقاقات القادمة من قروض قصيرة وطويلة، ويتسنى لها كذلك اتخاذ قرار توزيع الأرباح بما يتوافق واستراتيجيتها، أما أبرز ما لوحظ في حالتنا هذه هو أن الشركة سجلت عجزاً في الرصيد الاقتصادي لجأت على إثره إلى الاستدانة ومع ذلك اتخذت قرار توزيع الأرباح.

**قرار تسيير الاحتياج في رأس المال العامل:** كما سبق وأن ذكر يتأثر رأس المال العامل للاستغلال بتغير المخزونات والموردين والزبائن، حيث لاحظنا بوضوح هذا التأثير على مدى سنوات الدراسة الذي كان سبباً مباشراً في الإختلال بشرط التوازن المالي للشركة إضافة إلى الأسباب المذكورة سابقاً، والملاحظ من خلال الجدول أن الشركة قد حققت نتائج إيجابية في الفائض الإجمالي للاستغلال EBE على مدى سنوات الدراسة إلا أن التغير في المخزونات إضافة إلى مهل دوران الموردين والزبائن ساهم بشكل لافت في استنزاف هذا الفائض وأدى إلى تسجيل عجزاً في خزينة الاستغلال، فالشركة لم توفق في قرار تسيير عناصر الاستغلال بشكل مناسب، إذ يتوجب على أصحاب القرار إعادة النظر في مهل دوران المخزون والزبائن والموردين وتحديدتها وفق ما يتناسب مع استراتيجيات

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

الشركة (استراتيجيات التسويق)، بمعنى خفض مهلة دوران المخزون، وتقليص فترات تحصيل ديون الزبائن وتمديد فترات تسديد للموردين.

### ثانيا ملخص نتائج اختبار الفرضيات:

#### أ. اختبار الفرضية الرئيسية:

يلعب التسيير الاستراتيجي للخزينة دورا محوريا وهاما في عملية صناعة القرارات المالية ذات الأهداف الإستراتيجية للشركات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في البورصة الجزائرية، وذلك من خلال تحليل التدفقات المالية الداخلة والصادرة عن الخزينة وإمكانية تخطيطها في المدى المتوسط والبعيد، وقد وقفنا على ذلك من خلال المؤشرات التالية: CA, VA, ETE, DAFIC, F, G, T المحسوبة في النموذج المقترح (جداول TPFF رقم: 13, 14, 15 و 16) ومدى تغيرها على مدى 5 سنوات، والتي قدمت لنا وضعية خزينة هذه الشركات ومدى تطورها، وعلى ضوء هذه الوضعية اتخذت مختلف القرارات المالية الإستراتيجية.

#### ب. اختبار الفرضيات الفرعية:

❖ **الفرضية الفرعية الأولى:** "تساهم دراسة وتحليل التدفقات المالية الداخلة والصادرة عن خزينة المؤسسة الاقتصادية في متابعة وضعية الخزينة، من خلال متابعة الأرصدة المكونة لها وتحديد اتجاهاتها العامة على مدى خمسة سنوات وبذلك تخطيط وإدارة الخزينة في المدى المتوسط والبعيد"، وقد تم التأكد من ذلك في الجزء التطبيقي من الدراسة من خلال إعداد جدول يتضمن كيفية تكوين الرصيد النهائي لخزينة الشركات محل الدراسة انطلاقا من رقم الأعمال حتى رصيد الخزينة، المحسوبة في الجداول 13، 14، 15 و 16 والمنحنيات في الأشكال من 29 حتى 75 التي تبين تطور المؤشرات: CA, CI, VA, ETE, E, F, G, T ومؤشرات أخرى فرعية تعطي صورة عن وضعية ومدى تطور الخزينة في خمسة سنوات، مايفسح لتخطيطها وإدارتها بشكل استباقي.

❖ **الفرضية الفرعية الثانية:** "يعتبر جدول التدفقات المالية متعدد السنوات من الأدوات الفعالة التي يمكن الاعتماد عليها في عملية تحليل وتخطيط الخزينة بشكل استراتيجي وذلك لما يتوفر عليه من ميزات وأرصدة يمكن استغلالها كمؤشرات للتحليل والتخطيط الطويل؛ وقد تأكدنا من ذلك في الجانب التطبيقي من خلال مؤشرات التوازن المالي المحسوبة التي يتضمنها النموذج في الجداول رقم: 13، 14، 15 و 16، وهي مؤشر الرصيد الاقتصادي E، ومؤشر الرصيد الخارجي F، ومؤشر رصيد التسيير G، ومؤشر الرصيد النهائي للخزينة T، والمؤشرات التي تدخل في تكوين هذه

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

المؤشرات وتغيرها على مدى 5 سنوات، حيث تمكنا من خلالها من تحليل الخزينة ومتابعة تغيرها بشكل مستمر، إضافة إلى تحديد الاتجاه العام لكل مؤشر باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي كانت معادلته من الشكل:

**المؤشر = A × سنة التغير + B**، وهو مافسح لنا المجال لحساب القيم المستقبلية لكل مؤشر، بمعنى تخطيط التدفقات النقدية في المدى المتوسط والطويل من خلال معادلة خط الاتجاه العام لذلك المؤشر؛

❖ **الفرضية الفرعية الثالثة:** "يشتمل الجدول على ميزتي فصل وتفصيل الأرصدة، إضافة إلى ميزة تعدد السنوات، التي يمكن استغلالها لتحديد الموضع الاستراتيجي في الماضي، الحاضر والمستقبل في مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية BCG"، حيث قمنا بعرض الموضع الاستراتيجي للشركات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في البورصة الجزائرية في الشكل رقم 80 و 81 الذي يمثل المواضيع الإستراتيجية في سنة 2019 و 2020 (الماضي)، الشكل رقم 82 الذي يمثل الموضوع الاستراتيجي لسنة 2021 (الحاضر) والشكل رقم 83 و 84 الذي يمثل الموضوع الاستراتيجي للشركات محل الدراسة في سنة 2022 و 2023 (المستقبل)

❖ **الفرضية الفرعية الرابعة:** يسهم التسيير الاستراتيجي للخزينة في عملية اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية من خلال تحليل وتخطيط الوضعية المالية للشركات محل الدراسة في المدى الاستراتيجي، وذلك باستخدام مؤشرات التوازن المالي التي تتوفر عليها الجدول متعدد السنوات ومدى تطورها على مدى خمسة سنوات كمعايير لاتخاذ القرارات المالية في هذا المدى"، وقد وقفنا على ذلك في الجدول رقم: 13، 14، 15 و 16، إضافة إلى المنحنيات التي تضمنتها الأشكال رقم: 78، 79، 80 و 81 التي عرضت تطور المؤشرات التي تأثرت بشكل مباشر بالقرارات المالية المتخذة من قبل مجلس إدارة الشركة وهي: مؤشر رقم الأعمال CA، ومؤشر التغير في الاستثمارات (قرار الاستثمار)، مؤشر الرصيد المالي (قرار التمويل)، مؤشر الأرباح الموزعة (قرار توزيع الأرباح) ومؤشر التغير الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR ex (قرار تسيير عناصر الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال) وبعض المؤشرات الأخرى على مدى خمسة سنوات متتالية، والتي كشفت عن نقاط الضعف التي تسببت في اختلال التوازن المالي في شركة صيدال رغم تحقيقها لإيرادات مالية معتبرة على خلال فترة الدراسة، كما بينت نقاط القوة لدى شركة بيوفارم والتي بفضلها حققت توازنا ماليا.

❖ **الفرضية الفرعية الخامسة:** "يساهم، بشكل كبير، التحليل الاستراتيجي للتدفقات المالية من وإلى الخزينة في اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية في الشركات الاقتصادية الجزائرية المسعرة في البورصة الجزائرية"، وقد بينت الدراسة التطبيقية في الجداول رقم 13، 14، 15 و 16 من خلال دراسة و تحليل المؤشرات المكونة للرصيد النهائي للخزينة المتمثلة

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

في: الفائض الإجمالي للاستغلال **EBE**، مؤشر الرصيد الاقتصادي **E**، مؤشر الاحتياج في رأس المال العامل **BFR**، مؤشر الرصيد المالي **F**، مؤشر الرصيد الاستثنائي **G**، ومؤشر الخزينة **T**، ومدى تطور هذه المؤشرات بدلالة الزمن، التي كشفت عن أماكن الانحرافات، إضافة إلى تحليل مؤشرات التغير في الاستثمارات، وتوزيع الأرباح وهي مؤشرات تدخل في تكوين الرصيد النهائي للخزينة وتظهر مدى صحة وجودة القرارات المالية التي اتخذتها الشركات محل الدراسة، كما توضح المنحنيات في الأشكال 29-75 مدى واتجاه تطور المؤشرات سالفة الذكر، وهو مايفسح المجال لتصحيح الانحرافات من خلال اتخاذ قرارات صحيحة ودقيقة في المدى المتوسط والبعيد؛

❖ **الفرضية الفرعية السادسة:** "يساهم جدول التدفقات المالية متعدد السنوات في عملية تخطيط الخزينة واتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية في المؤسسة الاقتصادية من خلال تحديد التدفقات المالية الداخلة والصادرة عن الخزينة على مدى عدة سنوات تفسح المجال لتخطيطها بناء على اتجاه تطور هذه التدفقات ومنه اتخاذ قرارات مالية بعيدة المدى"، وقد وقفنا على ذلك في الجانب التطبيقي من دراستنا أين مكنا النموذج المقترح (الجدول رقم 13، 14، 15 و 16) من تحديد الاتجاه العام لكل مؤشر يساهم في اتخاذ القرارات المالية ومن ثم قدمنا دراسة نقدية للآثار السلبية لأغلب قرارات الاستثمار، وقرارات التمويل وبدرجة أقل قرارات تسيير عناصر الاستغلال وتوزيع الأرباح، التي أدت اختلال التوازن المالي، كما قدم لنا النموذج المعايير والشروط الواجب تحقيقها من أجل بلوغ التوازن المالي وذلك من خلال تخطيط التدفقات المالية الداخلة والصادرة في المدى المتوسط والبعيد.

❖ **الفرضية الفرعية السابعة:** "يظهر الاختلاف بين شركات القطاع السياحي والقطاع الصيدلاني بعد تحليلنا للمؤشرات المكونة لرصيد الخزينة المتمثلة في مؤشرات التوازن المالي وهي (DAFIC, F, G, T) إضافة إلى مؤشرات تقيس حجم وكفاءة النشاط العادي للشركات الاقتصادية الجزائرية المسعرة في البورصة الجزائرية وهي: (CA, VA, ETE)", وقد وقفنا على ذلك في الفصل التطبيقي في الجدول رقم 20، والمدرجات التكرارية في الأشكال رقم: 74، 75، 76 و 77 الذي تظهر اختلاف وتباين قيم هذه المؤشرات واختلاف تطوراتها واتجاهاتها على مدى خمسة سنوات.

تناولنا في هذا الفصل الدارسة التطبيقية التي تمت على عينة من الشركات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في البورصة الجزائرية، بهدف إظهار دور التحليل الاستراتيجي للتدفقات المالية الداخلة والصادرة عن خزينة المؤسسة الاقتصادية في دراسة ومتابعة وضعياتها و تغيراتها على مدى عدة سنوات تفسح المجال لتخطيط هذه التدفقات في المدى المتوسط والطويل، وبذلك اتخاذ القرارات المالية المناسبة.

وقد استخدمنا الجدول متعدد السنوات للتدفقات المالية **TPFF** كأداة لعملية تحليل وتخطيط التدفقات المالية الداخلة والصادرة عن الخزينة، نظرا لما يتوفر عليه هذا النموذج من أرصدة مختلفة ومتنوعة يمكن استغلالها في دراسة والتحليل الوضع المالي للشركات محل الدراسة ومتابعتها على مدى خمسة سنوات، إضافة إلى ذلك يساهم الجدول في عرض الوضع الاقتصادي للشركات ومدى تطوره من خلال طريقة تحليل نشاطها الاقتصادي ابتداء من مؤشر رقم الأعمال السنوي إلى مؤشر الخزينة، ويساهم الجدول، من خلال مؤشرات المتعدد وتعدد سنواته كذلك، في تحديد الموضوع الاستراتيجي للشركة في مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية **BCG**.

عموما حاولنا، من خلال هذه الدراسة، تطبيق التسيير الاستراتيجي للخزينة من خلال تطبيق تحليل وتخطيط التدفقات المالية الداخلة والصادرة عن الخزينة في المدى المتوسط والطويل ودوره في تقييم القرارات المالية المتخذة في الشركات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في البورصة الجزائرية، إضافة إلى إمكانية تصحيح واتخاذ قرارات مالية دقيقة وبأبعاد استراتيجية، توصلنا إلى العديد من النتائج مفادها إبراز دور التسيير الاستراتيجي للخزينة في عملية اتخاذ القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المسعرة في البورصة الجزائرية، وقد وقفنا على العديد من النقاط السلبية التي يجب على الشركات الاقتصادية الجزائرية العمل على تصحيحها، إضافة إلى العديد من النقاط الإيجابية التي يجب على الشركات الاقتصادية استغلالها والاستفادة منها.

خاتمة عامة

تواجه المؤسسات الاقتصادية مشاكل مشتركة في بيئتها الاقتصادية، لعل أبرزها بسبب تزايد حدة المنافسة بين مؤسسات القطاع الواحد، إضافة حالة اللااستقرار وعدم التأكد، فهي معرضة للأزمات الاقتصادية والمالية، التي تؤثر بشكل مباشر على آدائها ومردودياتها وإيراداتها، أكثر من أي عنصر في البيئة الاقتصادية، ضف إلى ذلك التطور التكنولوجي الذي ساهم بشكل كبير في تنامي ظاهرة العولمة، التي أدت إلى كسر القيود الجغرافية ودمج الأنظمة الاقتصادية، فأصبحت المؤسسة الاقتصادية أمام حتمية مجابهة اتساع رقعة النشاط، وسرعة انتشار المعلومات وفساد بعض الأنظمة الاقتصادية، لذلك ومن أجل بقائها في السوق يتوجب عليها أن تكون في يقضة وعلى دراية بما يحدث حولها، إضافة إلى إلمامها بما يجري في بيئتها الداخلية على غرار ماتمكله من موارد مادية، بشرية ومالية التي يمكن استغلالها بالشكل الأنسب لكسب مرونة من مجابهة تلك التغيرات.

وتعتبر الخزينة العنصر الأكثر حيوية داخل المؤسسة الاقتصادية والبوابة التي تمكن المدير المالي من معرفة إمكاناتها المادية، البشرية والمالية، إضافة إلى كفاءتها وقدراتها الأخرى، فهي بمثابة المكان الذي يرجع إليه قبل اتخاذ أي قرار مالي، وذلك نظرا للديناميكية التي تتميز بها، لاسيما دخول وخروج الأموال في شكل تدفقات نقدية.

فبعدها كانت تعد الخزينة بمثابة محصلة الأموال المتاحة لأصحاب القرار في المؤسسة ونقطة انتهاء، أصبحت، نظرا لأهميتها داخل المؤسسة الاقتصادية، بمثابة نقطة انطلاق جل القرارات المالية بشتى أنواعها، لذلك أصبح من الضروري التخلي عن الأساليب الكلاسيكية، التي تقتصر على معاينتها ومعرفة وضعيتها، مثل التحليل المالي الساكن، والتحليل والوظيفي اللذان أثبتا قصورهما في إعطاء الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة الاقتصادية من خلال وضعية خزنتها.

ويعد استخدام جدول تدفقات الخزينة من أبرز الأساليب التي تم إدخالها حديثا، والتي تساهم في إعطاء نظرة أكثر وضوحا عن الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية من خلال وضعية خزنتها، نظرا لما تتوفر عليه هذه الأدوات من مؤشرات مختلفة تمكن المدير المالي من متابعة الخزينة بشكل دقيق وآني، لاسيما الجدول متعدد السنوات للتدفقات المالية الذي يتوفر على العديد من الميزات إضافة إلى ميزات جداول التدفقات الأخرى، مثل فصل الأرصدة وتعدد السنوات التي تفسح المجال لمعرفة تطور تلك الأرصدة، إضافة إلى استهدافه لتحليل الوضعية الاقتصادية والمالية للمؤسسة، وحرصه على استغلال إمكاناتها في توسيع نشاطاتها وتحقيق أهدافها، فهو جدول معياري لا تتطلب مؤشرات مقارنة بمؤشرات معيارية أخرى، وإضافة إلى هذا يتضمن الجدول أبعادا استراتيجية تساهم إلى حد كبير في اتخاذ القرارات المالية الطويلة المدى.

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

فتلك الميزات التي تتوفر عليها جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، تعطي أفضلية لمن يستغلها في دراسة وتحليل وضعية الخزينة وتطرح أمام المدير المالي العديد من الخيارات الاستراتيجية، كما تفسح المجال لاتخاذ قرارات مالية بأبعاد استراتيجية، كما تتيح الفرصة لتخطيط تدفقات الخزينة بشكل استراتيجي.

بناء على ذلك، اخترنا هذا النموذج لاستخدامه كأداة لتسيير خزينة المؤسسة الاقتصادية بشكل استراتيجي من خلال عملية التحليل الاستراتيجي، واستغلال مخرجاتها من أجل تخطيط وضعيتها في المدى المتوسط والطويل واتخاذ قرارات مالية بأبعاد استراتيجية بناء على تلك الوضعيات المالية.

كما استغلنا تطابق فلسفة النموذج المستخدم في دراستنا مع فلسفة مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية BCG، من أجل تحديد وتخطيط الموضع الاستراتيجي للمؤسسة ككل من خلال تحديد وتخطيط وضعية الخزينة.

ومن أجل ذلك كله، بمعنى إبراز دور النموذج المستخدم كأداة فعالة في عملية تحليل وتخطيط وضعية الخزينة في المدى البعيد، الذي يعني التسيير الاستراتيجي للخزينة وإبراز دوره في عملية اتخاذ القرارات المالية في المدى المتوسط والطويل، قمنا بدراسة حالة لمجموعة من الشركات الجزائرية المدرجة في البورصة الجزائرية والتي تنشط في قطاعات مختلفة، ليطم في الأخير الوصول إلى مجموعة من النتائج وتقديم بعض الاقتراحات والتوجيهات التي يمكن أن تفيد في البحث العلمي مستقبلا من جهة والجانب التسييري للشركات الاقتصادية الجزائرية من جهة أخرى.

**أولا نتائج الدراسة:** توصلنا، من خلال دراستنا إلى العديد من النتائج، التي نستعرضها فيما يلي:

### 1. نتائج نظرية: وهي أبرز ما تم التوصل إليه من خلال دراستنا النظرية نذكر منها:

■ تكتسي الخزينة أهمية كبيرة في تسهيل سيرورة النشاط الاقتصادي للمؤسسة الاقتصادية وذلك من خلال دخول وخروج الاموال في شكل تدفقات مالية، فهي تعكس الصورة الحقيقية للمؤسسة ووضعيته المالية، كما تبين مدى كفاءة وفعالية أداءاتها الاقتصادية والمالية؛

■ يعد التحليل والتخطيط الاستراتيجيين للتدفقات المالية الداخلة والصادرة عن خزينة المؤسسة الاقتصادية أهم عناصر التسيير الاستراتيجي للخزينة

■ تتيح جداول تدفقات الخزينة المجال لتحديد وضعية الخزينة الحالية للمؤسسة، وذلك من خلال تحديد مصادر التدفقات النقدية الداخلة والخارجة منها، إلا أنها لا تعطي تحليلا اقتصاديا وماليا كافيا للمؤسسة الاقتصادية، كما تتطلب معلومات مكملة وأخرى للمقارنة عكس الجدول متعدد السنوات للتدفقات المالية الذي يعطي صورة شاملة عن الوضعية الحالية والمستقبلية للخزينة، إضافة إلى تحليل الوضع الاقتصادي والمالي للمؤسسة دون اللجوء إلى المقارنة مع نسب معيارية أو معلومات تكميلية، فهو أداة للتحليل والتشخيص الاقتصادي والمالي بامتياز؛

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

- يمكن الاعتماد على البيانات التي يوفرها جدول تدفقات الخزينة في دراسة وتحليل وتقييم الوضعية المالية للمؤسسة من خلال وضعية الخزينة، كما يمكن الاعتماد عليها في تحديد الموضوع الاستراتيجي للمؤسسة، لا سيما الجدول المتعدد السنوات الذي تتطابق فلسفته إلى حد كبير مع فلسفة مصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية في تحديد الموضوع الاستراتيجي للمؤسسة؛
  - يتوفر الجدول متعدد السنوات على ميزة تعدد السنوات التي يمكن استخدامها في تخطيط الخزينة من خلال تخطيط التدفقات المالية الداخلة والصادرة، وذلك باستخدام المعلومات التاريخية كسلسلة زمنية لتحديد اتجاهات تغير هذه التدفقات وبذلك حساب القيم المستقبلية؛
  - يساهم، بشكل كبير، التحليل الدقيق للوضعية الحالية للخزينة في تحديد الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية وبذلك اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية، لاسيما قرارات الاستثمار، التمويل، توزيع الأرباح وتسيير عناصر الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال؛
  - يؤدي التحليل الاستراتيجي للخزينة في الكشف عن مواطن الاختلال والضعف من جهة، ومواطن القوة من جهة أخرى فهو بذلك يساهم في عملية اتخاذ القرارات المالية المناسبة من أجل تصحيح الاختلالات واستغلال نقاط القوة؛
  - يساهم التخطيط الاستراتيجي للتدفقات المالية الداخلة والصادرة عن خزينة المؤسسة الاقتصادية في عملية بناء قرارات مالية ذات أبعاد استراتيجية تساهم في تحسين أدائها وتعزيز موضعها الاستراتيجي؛
- 2. نتائج تطبيقية:** وقد توصلنا إلى العديد من النتائج من خلال دراستنا التطبيقية نذكرها فيما يلي:
- يعد الإدراج في البورصة أفضلية بالنسبة للشركات عموماً، بينما لا يعد كذلك بالنسبة للشركات الجزائرية وهو المستثنى في دراستنا للوضعية المالية للشركات محل الدراسة التي لم تحقق إيرادات كافية من نشاطها الاستغلالي، لاسيما شركة الأوراسي أثناء فترة الجائحة، حيث كانت أمام فرص التداول محلياً أو عالمياً واستثمار جزء من رأس مالها في شراء أصول مالية بغرض تداولها و تحقيق عوائد مالية، إلا أنها لم تقدم على ذلك؛
  - عادة ماتلجأ الشركات إلى الديون الطويلة من أجل تمويل استثمارات جديدة أو تجديد عتاد الاستغلال، في حين تلجأ الشركات الجزائرية إلى القروض الطويلة من أجل إيجاد السيولة أو من أجل الاستفادة من الامتيازات الضريبية التي تمنحها الدولة للمؤسسات الاقتصادية المنتجة من أجل دفع قطاع الانتاج، وهو ما لمسناه في دراستنا وتحليلنا للوضعية المالية للشركات محل الدراسة؛

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

- يظهر التوجه الاجتماعي للشركات التي تملك الدولة أغلب حصصها، لاسيما شركة الأوراسي من خلال مؤشر تكاليف الأجراء الذي يشهد ارتفاعا رغم انخفاض مؤشر رقم الأعمال والقيمة المضافة في جدول التدفقات المالية متعدد السنوات، و يظهر التوجه الاقتصادي للشركات الخاصة وهو ما وقفنا عليه في دراستنا التي لاحظنا فيها تطور مؤشر رقم الأعمال بوتيرة أكبر من مؤشر تكاليف العمال، والتي تعني زيادة النشاط مقابل تدنية تكاليف العمال؛
- يظهر التوجه المقاولاتي لشركة **AOM Invest**، كونها شركة ناشئة، حيث لمسنا رغبة من مجلس إدارتها (المالك لأنه يمتلك 54% من أسهم الشركة) في توسيع نشاط الشركة وتحقيق إيرادات كافية، رغم الظروف الاقتصادية الاستثنائية أثناء فترة الدراسة، مقارنة بشركة الأوراسي التي تملكها الدولة بنسبة 80%، والتي انخفضت إيراداتها بشكل كبير وهو ما يعكس الطابع العمومي في تسيير الشركة؛
- يفرض النموذج الذي استخدمناه شروطا لتحقيق التوازن المالي، وهي معايير صارمة للمؤسسات التي لا تجد التمويل اللازم (حالة المشروعات المصغرة في الجزائر) وترغب في النمو والتطور من خلال إيراداتها (النمو المتوازن)، إلا أن الواقع عكس ذلك تماما وهو ما وقفنا عليه من خلال دراستنا لعينة الشركات، حيث لمسنا رغبة الشركات الخاصة في التوسع والنمو (اقتناء استثمارات) لكن دون الأخذ بعين الاعتبار القدرة المالية للشركة؛ ولا مخاطر الديون الطويلة، وهو لاحظناه من خلال مؤشر الرصيد الاقتصادي، مؤشر التغير في الاستثمارات ومؤشر الرصيد المالي (التغير في الديون)؛
- يتغير الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال بصفة غير منتظمة في الشركات محل الدراسة وهو ما يدل على عدم وجود تخطيط لعناصر الاستغلال، كالمشتريات وفترات التسديد والمبيعات وفترات التحصيل، إضافة إلى المخزونات، حيث لاحظنا تغير مؤشراتنا بشكل غير منتظم؛
- الهدف من إعداد القوائم المالية لدى بعض الشركات المدرجة في البورصة الجزائرية لا يتعدى الإطار المحاسبي، وهو ما لمسناه من خلال دراستنا وتحليلنا لبعض المؤشرات، التي من شأنها أن تكشف عن نقاط القوة والضعف لدى الشركة، في حين لم تستغل لهذا الغرض، مثل مؤشر القيمة المضافة، مؤشر الإستهلاكات الوسيطة، مؤشر تكاليف الأجراء؛
- إذا قسمنا العينة المدروسة من الشركات حسب القطاع نرى أن أداء شركات القطاع الصيدلاني أحسن من أداء شركات القطاع السياحي، وذلك من حيث حجم الإيرادات، حجم النشاط، كفاءة النشاط، وتمتلك أفضلية الحالة الاقتصادية السائدة التي كانت السبب الأول وراء ارتفاع الطلب على منتجاتها، عكس شركات القطاع السياحي التي انخفضت إيراداتها بسبب الجائحة وأصبحت في وضعية مالية صعبة؛
- إذا قارنا بين شركات القطاع الواحد نجد أن أداء شركة بيوفارم أحسن بكثير من أداء شركة صيدال، وذلك من حيث حجم النشاط، كفاءة النشاط، وقرارات الاستثمار التي أدت إلى اختلال التوازن المالي لشركة صيدال؛

## الفصل الثاني: دراسة حالة لشركات مسعرة في البورصة الجزائرية

■ أبرز ما أمكن ملاحظته ، عند مقارنة بين شركات القطاع الواحد كذلك، ومن خلال تحليلنا للتدفقات المالية لشركة **AOM Invest** وشركة الأوراسي هو أن الأولى تحقق نتائج إيجابية ورقم أعمالها في تزايد من سنة إلى أخرى رغم الظروف الاقتصادية الاستثنائية، في حين شركة الأوراسي تتدهور وضعيتها وتندنى مبيعاتها رغم أن الشركتين في قطاع واحد وفي سوق واحدة، وهذا فيه دلالة على أن الاختلاف الجوهرى بين الشركتين يتمثل في كون الأولى شركة ناشئة، أبرز ما يميزها سرعة النمو إضافة إلى المرونة التي تعطيها القدرة على التكيف مع التغيرات، في حين شركة الأوراسي شركة ناضجة، وإدارتها بطابع عمومي.

### ثانيا توصيات الدراسة:

- بناء على النتائج المتوصل إليها يمكننا تقديم بعض التوصيات التي نراها ذات أهمية للشركات محل الدراسة:
- على الشركات الجزائرية تحسين جودة التقارير المالية وإعدادها بجدية من أجل استغلالها في الكشف عن مكامن الاختلالات في الأداءات الاقتصادية والمالية؛
  - على الشركات الجزائرية الاهتمام بالتحليل المالي الاستراتيجي، تحليل سووت وتحليل حافظة الأنشطة الاستراتيجية الذي من شأنه أن يبرز نقاط الضعف لديها من أجل تصحيحها، ونقاط القوة من أجل استغلالها، فالتحليل الاستراتيجي يساهم بشكل كبير في تحديد الوضعية المالية وبذلك اتخاذ قرارات مالية صحيحة ودقيقة؛
  - على الشركات الجزائرية الاهتمام أكثر بالجزئية ومتابعتها بشكل آني ليس فقط من أجل الحكم على وضعيتها واتخاذ قرارات عشوائية، وإنما تحليل وتخطيط مصادر التدفقات بالاعتماد على الجدول متعدد السنوات للتدفقات المالية من أجل الوقوف على الوضعية المالية الدقيقة ومدى تطورها وذلك بغية اتخاذ قرارات مالية دقيقة تعزز الشركة من خلالها من تنافسيتها وموضعها الاستراتيجي؛
  - على الشركات عدم إهمال الدراسات والبحوث الأكاديمية التي أجريت على مستواها والاهتمام بها أكثر للاستفادة من النتائج المتوصل إليها لاسيما ما يتعلق بالتسيير الاستراتيجي عموما والخزينة بشكل خاص؛
  - على الشركات المدرجة في البورصة استغلال أفضليتها من خلال التداول في البورصة المحلية أو على المستوى الدولي كونها لديها كل المؤهلات لذلك، من أجل تحقيق إيرادات إضافية؛
  - على الشركات الاهتمام بالتسيير الاستراتيجي لعناصر الاستغلال، من مهل دوران الزبائن والموردين وفق ماتقتضيه القيود التسويقية، خصوصا تخطيط التدفقات النقدية الداخلة والصادرة عن الخزينة في المدى الاستراتيجي، الذي من شأنه أن يجنب الشركات الوقوع في العسر المالي أو تجميد السيولة؛

يعد التسيير الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية من المواضيع الحديثة والخصبة في مجال البحث العلمي والذي يمكنه أن يقود الباحث إلى تفرعات كثيرة قد تساهم بشكل واسع في إثراء البحث العلمي، لذلك نقترح المواضيع التالية:

- دور التشخيص الاستراتيجي لخزينة المؤسسة الاقتصادية في إدارة المخاطر التشغيلية؛
- أثر التحليل الاستراتيجي للتدفقات المالية في اتخاذ قرارات الاستثمار
- التسيير الاستراتيجي للخزينة كأداة لمراقبة التسيير في المؤسسة الاقتصادية؛
- دور التخطيط الاستراتيجي للتدفقات المالية في النمو الداخلي للمؤسسات الاقتصادية؛
- علاقة مصفوفة مجموعة بوسط الاستشارية بالتشخيص الاستراتيجي للخزينة؛
- علاقة جدول التدفقات المالية متعدد السنوات بإدارة المخاطر المالية؛
- التحليل الاستراتيجي للتدفقات المالية للمجمعات وعلاقته بمصفوفة مجموعة بوسطن الاستشارية؛
- التخطيط الاستراتيجي للتدفقات المالية كآلية لدعم تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- دور تسيير عناصر الاستغلال في تحسين الأداء الاقتصادي للشركات الناشئة الجزائرية.

# قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولا المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. بريان كويل: التحكم في التدفق النقدي، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، 2005.
2. بن ساسي إلياس و قريشي يوسف: التسيير المالي الجزء الثاني، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
3. بن يسمينة عزيزة: اقتصاد المؤسسة، دار الأيام للنشر والتوزيع، الجزء الأول، عمان، 2017.
4. بوخلوة باديس بن يحيى: الأمثلية في تسيير خزينة المؤسسة، دارا لحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
5. جوزيف جبرائيل كحالة وحنان رضوان حلوة: المحاسبة الإدارية، دار الناظفة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
6. خالص صافي صالح: تقنيات تسيير ميزانيات المؤسسة الاقتصادية المستقلة، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، 2006.
7. الدلاهمة سليمان مصطفى: المحاسبة الإدارية، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2014.
8. زغيب مليكة و بوشنقىرميلود: التسيير المالي، ط1، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2011.
9. عبد القادر محمد الأسطة : الإدارة الإستراتيجية الحديثة، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
10. غول فرحات: الوجيز في اقتصاد المؤسسة، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
11. فركوس محمد: الموازنات التقديرية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2001.
12. قاسم محسن الحبيطي و هاشم زياد: تحليل ومناقشة القوائم المالية، لدار النموذجية للطباعة والنشر، صيدا بيروت، 2011.
13. الكرخي مجيد: التنبؤ الاستراتيجي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
14. ماهر أحمد: التخطيط الاستراتيجي، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2013.
15. نمر داود نعيم: التحليل المالي، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، 2012.

المجلات والدوريات:

1. إبراهيم أحمد محمد البشير: اساليب المحاسبة الإدارية الحديثة ودورها في اتخاذ القرارات الإدارية، مجلة الباحث للعلوم الرياضية والاجتماعية، 2022، ص ص 252-278
2. بروية إلهام: أهمية نظام المعلومات النحوسب فب اتخاذ القرارات المالية في منظمات الأعمال، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، 2020، ص ص 370-380
3. بريس عبد القادر وبدروني عيسى: سبابة توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات، مجلة البحوث المالية والمحاسبية، العدد 02، 2016، ص ص: 141-156
4. بلحاج فتيحة: الأسس النظرية والعلمية في اتخاذ القرار، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، 2016، ص ص 269-284
5. بن خليفة، أحمد: فاعلية اليقضة الاستراتيجية في صناعة القرار الاستراتيجي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، 2016، ص ص 45-59
6. بن سنة ناصر و قاشي يوسف: دراسة قياسية لأثر محددات قرار التمويل على الأداء المالي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية باستخدام بيانات البانل للفترة 2010-2019، مجلة أبحاث اقتصادية وادارية، 2021، ص ص 247-264
7. بن يمينة خيرة و يعقوب محمد: قوى البيئة التنافسية (قوة المستهلك) وتأثيرها على القرار الاستراتيجي للمؤسسة - دراسة مقارنة مؤسسة عامة مع مؤسسة خاصة، مجلة دراسات إقتصادية، 2013، ص ص 137-156
8. بوطيبة عومارو عمرو زهير: اثر استخدام نظم المعلومات على اتخاذ القرار بمعاهد علوم وتقنيات النشاطات البدنية والرياضية -دراسة حالة جامعة أم لبواقي، مجلة التحدي، 2022، ص ص 25-45
9. زهواني رضا وآخرون: دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية، مجلة العلوم الادارية والمالية، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، مجلد 01، العدد01، ديسمبر 2017، ص ص 238-261

10. سباع بلال و عمر عبدة سامية: دراسة قياسية لأثر محددات قرار التمويل على الأداء المالي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة باستخدام بيانات البانل للفترة (2010-2019). مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، 2022، ص ص 263-274
11. عباس علي محمود و علي حمد ثجيل المعموري: بعد المحاسبة المالية الإستراتيجية وانعكاساتها على القرارات الاستثمارية - دراسة تطبيقية على شركة بغداد للمشروبات الغازية، مجلة دراسات ومحاسبة ومالية، عدد خاص بالمؤتمرات الطلابي الأول، جامعة بغداد، 2006، ص ص 1-39
12. عبدلي يمينة و درحمن هلال: أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرار الاستثماري في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، 2020، ص ص 97-109
13. عزالدين عبد الرؤوف و قروش عيسى: الموازنة التقديرية كأداة للتسيير الأمثل لخزينة المؤسسة الاقتصادية-دراسة حالي لمؤسسة ALGALAL المسيلة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، 2021، ص ص 275-292
14. غالم كمال و آخرون: دور بطاقة الأداء المتوازن في اتخاذ القرارات المالية وترشيدها في المؤسسات الاقتصادي الجزائرية- دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية، المسيلة، Journal of Contemporary Business and Economic Studies، 2022، ص ص 446
15. قرار مؤرخ في 26 جويلية 2008، الجريدة الرسمية الجزائرية العدد 19، 25 مارس 2009
16. مثنى سعد ياسين وآخرون: مراحل نجاح القرارات الاستراتيجية وسبل زيادة فاعليتها في ديوان محافظة صلاح الدين- دراسة تحليلية لآراء عينة من المختصين في المجال الاستراتيجي، Journal of Contemporary Business and Economic Studies، 2022، ص ص 550-564
17. مزغيش إيمان: دور أساليب التحليل الكمية في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسات الرياضية، مجلة تقنيات النشاط البدني والرياضي، 2013، ص ص 65-72
18. مزغيش إيمان: دور أساليب التحليل الكمية في اتخاذ القرارات المالية في المؤسسات الرياضية، مجلة تصدر عن مخبر علوم وتقنيات النشاط البدني، العدد 06، جوان 2013، جامعة الجزائر 03، ص ص 65-72.

19. مقدم ليلي: سياسات تسيير عناصر الاحتياج في رأس المال العامل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر- دراسة ميدانية خلال الفترة 2005-2007، مجلة الباحث، العدد الثامن، 2010، جامعة زيان عاشور الجلفة، ص 97-108.

المؤتمرات، الملتقيات والندوات:

1. زهوة فارح: التشخيص المالي لإستراتيجية تمويل النمو بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصناعية، الملتقى الوطني حول الإدارة المالية -رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة باجي مختار، يومي 25-26 نوفمبر 2014

مواقع الأنترنت

1. العلوي عبد الله هاشم المغربي: إعداد الميزانية الشاملة - <https://www.logadv.com>, 2020/11/9، على الساعة 21:32

2. تقرير مجلس الإدارة لسنة 2019، مستخرج من الموقع: <https://www.sgbv.dz>، في 13.08.2023، على الساعة 12:34

3. تقرير مجلس الإدارة: مستخرج من الموقع: <http://www.sgbv.dz/>، يوم 12.09.2023 على الساعة 9:44

ثانيا المراجع باللغة الأجنبية:

الكتب:

1. Alaeard Claude et Separi Sabine : *control de gestion*, Dunod, Paris, 2013.
2. Béatrice et Francis : *analyse financière*, Gualino lextenso, Paris , 2015.
3. Doriath Brigitte et Goujet Cristian: *Gestion prévisionnelle et mesure de la performance*, Dunod, Paris, 2009.
4. Florent Deisting et Jean-Pierre Lahille: *Analyse financière*, Duno, Paris, 2013.
5. Gilles Meyer: *Analyse financière- hachette*, rue jean bleuzen Vanvex, Cedex Paris, 2017.
6. Godard C.E et Godard. S: *Le petit contrôle de gestion*, Dunod, Paris, 2015.

7. Hamid Cerbah: *Tableau de flux de trésorerie selon les normes comptables internationale*. Alger édition d'organisation, 2009.
8. Jack Forget: *Gestion de trésorerie*, édition d'organisation, Paris, 2005.
9. K., Chiha: *finance d'entreprise approche stratégique*, édition Houma, Alger, 2009.
10. Manmohan Joshi : *Organisations*, 1 st edition, India, without home of edition, 2018.
11. Melyon GERRARD : *La gestion financière* , Breal, France, 2007 .
12. mohamed Ali et Abdelbasset S : *la finance d'entreprise*, Ellipses, Paris, 2021.
13. Ogien Dov : *Gestion financière de l'entreprise*. 2eme edition, Dunod, France 2011.
14. Parienté Somon : *Analyse financière et évaluation de l'entreprise*, Pearson, Paris, 2006.
15. Rebaine, N. (2006). *Introduction à l'analyse financière*, Eurl pages blues internationales, Alger, 2006.
16. Ritson Neil : *Startigic Management*, Setasign, 2nd édition , Delhi, India, 2017, P02
17. Salva Michel : *Comprendre l'Analyse financière* , Vuiber , Paris, 2014.
18. Selmer Caroline : *Construire et défendre son budget*, Dunod, Paris, 2014.
19. Thibierge Christophe: *Comprendre toute la finance*, Vuibert, Paris, 2012.
20. Vernimmen Pierre: *Finance d'entreprise*, DALLOZ, Paris, 2015, P173.
21. Goboin Bertrand : *La boîte à outil de la stratégie*, Dunod, Paris, 2012.
22. Meier Olivier : *Diagnostic Stratégique* , Dunod, Paris, 2015, P196
23. Philippe Guillermic: *La gestion de l'entreprise pas à pas*, Vuibert, Paris, 2012.
24. Régis Bourbonnais et Michel Terraza, *Analyse des séries temporelles*, Dunod, 03<sup>ème</sup> édition, Paris, 2010.
25. Tugrul Atamer et C.Roland: *Diagnostic et décisions stratégiques*, 2eme édition, Dunod, Paris, 2003.
26. Stéphane Griffiths : *Gestion financière*, Edition Chihab, Alger, 1996.

المجلات والدوريات:

1. Eric Tort : **Les tableaux de flux de trésorerie en règles françaises et internationales-essai de synthèse** , Revue française de comptabilité, N°462- Février 2013, Paris, PP: 16-33
2. Jean, Luc-Kohl: *Lexique de management-gestion*, INSEEC collection, 2011, PP: 1-15.

3. Tort E : *Les tableaux de flux de trésorerie en règles françaises et internationales- essai de synthèse*, Revue française de comptabilité, N°462 , Paris, Février 2013, PP : 16-33.
4. Vaissiere, Pierre : *un tableau de flux passant par le revu disponible*, université de Dijon, Dijon , 2006, Sans numéro de page
5. Jean RIOLLET : *une Nouvelle approche de diagnostic économique et financier des entreprises agricoles en utilisant le tableau pluriannuel des flux financiers*, revue de l'économie rurale, N° 206, France, 1991, PP : 52-56

#### مواقع الأنترنت

1. Clément Mauge : *Qu'est ce qu'une entreprise*, AGICAP, <http://www.agicap.com>, le 24/8/2022 à 21.44
2. Antraigue D : *Gestion de la trésorerie et diagnostic financier approfondi* – limoge, France, <http://public.intenligne.net>, le 24/01/2020
3. AMARRIS Group: *compta\_facile- l'analyse du compte de resultat* <https://www.compta-facile.com>, le 5/8/2022 à 18:43
4. Perrin Emma: *AGICAP -tout savoir sur l'excédent de trésorerie d'exploitation*, <https://agicap.com/fr/article/excedent-de-tresorerie-d-exploitation-definition-calcul-utilisation>, le 6/12/2021 à 23 :33 am.
5. strategie de l'entreprise: *analyse de Swot-* <https://fiches.manager-go.com>, le 6/6/2022 à 22:36
6. harvard business revie- [http:// www.hbrarabic.com](http://www.hbrarabic.com), 7/7/2022 à 21 :20
7. <https://economy-pedia.com/11031001-strategic-investments/> le 3/3/2023 à 10 : 39 Am
8. <https://www.yansab.com.sa/ar/investor-management/dividend-policy>, le 23/8/2022 à 22:23 am.
9. Cyril Lagrange : *Les 4 visages cachés du BFR*, <https://fr.linkedin.com/pulse> , le 15/09/2022 à 09 :34 am
10. Perrin. E: *tout savoir sur l'excédent de trésorerie d'exploitation*. Récupéré sur AGICAP, <https://agicap.com/fr/article/excedent-de-tresorerie-d-exploitation-definition-calcul-utilisation>, le 6/12/2021 à 21:23 am
11. <http://www.aurassi.dz>, le 04/10/2022 à 14:32
12. <http://www.sgbv.dz>, le 04/10/2022 à 12:56
13. <https://aom-invest.com>, le 12/08/2023 à 13: 50.

# قائمة الملاحق

## ملحق 1-1: ميزانية الأصول لشركة AOM Invest لسنة 2018-2019

A.O.M. INVEST SPA

BOUHANIFIA

## BILAN

AU 31/12/2019

ACTIF	Note	Brut 2019	Amort- Prov2019	Net 2019	Net 2018
<b>ACTIF</b>					
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
<u>Immobilisations incorporelles</u>	4.1	300 000,00	160 866,67	139 133,33	182 133,33
<u>Immobilisations corporelles</u>	4.2	110 013 773,26	3 410 141,28	106 603 631,98	67 005 489,46
Terrains		64 468 760,00		64 468 760,00	64 468 760,00
Bâtiments					
Autres immobilisations corporelles		45 545 013,26	3 410 141,28	42 134 871,98	2 536 729,46
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		271 493 157,47		271 493 157,47	226 372 821,97
<u>Immobilisations financières</u>	4.3	135 000,00		135 000,00	135 000,00
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		135 000,00		135 000,00	135 000,00
Impôts différés actif					
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>381 941 930,73</b>	<b>3 571 007,95</b>	<b>378 370 922,78</b>	<b>293 695 444,76</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
<b>Stocks et encours</b>					
<b>Créances et emplois assimilés</b>					
Clients					
Autres débiteurs	4.4	20 281 718,42		20 281 718,42	20 146 772,06
Impôts et assimilés	4.5	22 177 823,92		22 177 823,92	17 260 271,98
Autres créances et emplois assimilés					
<b>Disponibilités et assimilés</b>					
Placements et autres actifs financiers courants					1 000 000,00
Trésorerie	4.6	9 762 492,23		9 762 492,23	27 559 253,67
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>52 222 034,57</b>		<b>52 222 034,57</b>	<b>65 966 297,71</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>434 163 965,30</b>	<b>3 571 007,95</b>	<b>430 592 957,35</b>	<b>359 661 742,47</b>



## ملحق 1-2: ميزانية الخصوم لشركة AOM Invest لسنة 2018-2019

A.O.M. INVEST SPA

BOUHANIFIA

## BILAN

AU 31/12/2019

PASSIF	Note	Net 2019	Net 2018
<b>PASSIF</b>			
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital Social		115 930 000,00	115 930 000,00
Primes et réserves		116 016,76	53 644,50
Ecarts de réévaluation			
Résultat net		750 312,06	1 247 445,20
Report à nouveau		2 768 637,63	1 583 564,69
<b>TOTAL I</b>	5.1	<b>119 564 966,45</b>	<b>118 814 654,39</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières	5.2	301 604 881,21	239 649 383,77
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance			
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>301 604 881,21</b>	<b>239 649 383,77</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.3	5 559 911,37	65 872,74
Impôts	5.4	2 003 110,45	672 565,19
Autres dettes	5.5	1 860 087,87	459 266,38
Trésorerie Passif			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>9 423 109,69</b>	<b>1 197 704,31</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>430 592 957,35</b>	<b>359 661 742,47</b>



## ملحق 1-3: جدول حساب النتائج لشركة AOM Invest لسنة 2018-2019

A.O.M. INVEST SPA

BOUHANIFIA

## Compte de Résultats

AU 31/12/2019

Désignation	Note	2019	2018
Chiffre d'affaires	6.1	6 935 504,20	2 156 031,60
Variation stocks produits finis et en-cours			
Production immobilisée	6.2	26 800 206,53	88 859 410,86
Subventions d'exploitation			
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>33 735 710,73</b>	<b>91 015 442,46</b>
Achats consommés	6.3	13 611 096,92	79 816 351,42
Services extérieurs et autres consommations	6.4	8 003 365,20	3 151 207,64
<b>II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>21 614 462,12</b>	<b>82 967 559,06</b>
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)</b>		<b>12 121 248,61</b>	<b>8 047 883,40</b>
Charges de personnel	6.5	8 805 641,66	4 519 877,61
Impôts, taxes et versements assimilés	6.6	203 880,30	47 731,00
<b>IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>3 111 726,65</b>	<b>3 480 274,79</b>
Autres produits opérationnels	6.7	1 034,68	243 311,82
Autres charges opérationnelles	6.8	1 291 533,75	112 383,88
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	899 962,55	896 629,22
Reprise sur pertes de valeur et provisions			
<b>V- RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>921 265,03</b>	<b>2 714 573,51</b>
Produits financiers	6.10	150 000,00	
Charges financières			1 254 980,31
<b>VI- RESULTAT FINANCIER</b>		<b>150 000,00</b>	<b>-1 254 980,31</b>
<b>VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)</b>		<b>1 071 265,03</b>	<b>1 459 593,20</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		320 952,97	212 148,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires			
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>			
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>			
<b>VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>750 312,06</b>	<b>1 247 445,20</b>
Eléments extraordinaires (produits)			
Eléments extraordinaires (charges))			
<b>IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>			
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>750 312,06</b>	<b>1 247 445,20</b>



## ملحق 1-4: ميزانية الأصول لشركة AOM Invest لسنة 2020-2021

BILAN AU 31/12/2021

## Bilan (Actif)

Libellé	(N) Brut	(N) Amort-Prov	(N) Net	(N - 1) Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Ecart d'acquisition - Goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles	149 000	103 650	45 350	73 250
Immobilisations corporelles				
Terrains	74 000 000		74 000 000	74 000 000
Bâtiments	580 779 552	175 203	580 604 349	580 591 650
Autres immobilisations corporelles	74 857 170	12 969 501	61 887 669	63 947 236
Immobilisations en concession				
Immobilisations encours				
<b>Immobilisations financières</b>				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées				
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants				
Impôts différés actif				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>729 785 722</b>	<b>13 248 354</b>	<b>716 537 368</b>	<b>718 612 136</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
Stocks et encours	395 144		395 144	45 500
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients	15 852 448	435 605	15 416 843	2 408 921
Autres débiteurs	21 522 601		21 522 601	25 291 664
Impôts et assimilés	25 567 790		25 567 790	29 718 094
Autres créances et emplois assimilés				
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	88 009 481		88 009 481	4 600 969
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>151 347 464</b>	<b>435 605</b>	<b>150 911 859</b>	<b>62 065 148</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>881 133 186</b>	<b>13 683 959</b>	<b>867 449 227</b>	<b>780 677 284</b>

## ملحق 1-5: ميزانية الخصوم لشركة AOM Invest لسنة 2020-2021

## Bilan (Passif)

Libellé	(N) Net	(N - 1) Net
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis	459 603 000	170 298 900
Capital non appelé		
Primes et réserves- Réserves consolidées(1)	49 953 532	1 784 632
Ecarts de réévaluation	57 618	287 530 618
Ecart d'équivalence (1)		
<b>Résultat net - Résultat net part du groupe (1)</b>	<b>22 223 393</b>	<b>(-3 893 163)</b>
Autres capitaux propres - Report à nouveau	729 332	4 650 966
Part de la société consolidante (1)		
<b>Part des minoritaires (1)</b>		
<b>TOTAL I</b>	<b>532 566 875</b>	<b>460 371 953</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières	307 830 182	308 912 985
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance	270 000	270 000
<b>TOTAL II</b>	<b>308 100 182</b>	<b>309 182 985</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	15 559 582	7 167 225
Impôts	2 108 560	474 758
Autres dettes	9 114 028	3 480 361
Trésorerie Passif		
<b>TOTAL III</b>	<b>26 782 170</b>	<b>11 122 344</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I + II + III)</b>	<b>867 449 227</b>	<b>780 677 282</b>

## ملحق 1-6: جدول حساب النتائج لشركة AOM Invest لسنة 2020-2021

## Comptes Résultats

Libellé	(N) Débit	(N) Crédit	(N-1) Débit	(N-1) Crédit
Ventes de marchandises		213 369		17 252
<b>Production vendue</b>				
Produits fabriqués		6 170 129		1 811 241
Prestations de services		70 643 292		5 861 774
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés				
<b>Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes</b>		<b>77 026 790</b>		<b>7 690 267</b>
Production stockée ou déstockée				
Production immobilisée				11 821 845
Subventions d'exploitation				
<b>I-Production de l'exercice</b>		<b>77 026 790</b>		<b>19 512 112</b>
Achats de marchandises vendues	292 235		4 920	
Matières premières	5 093 623		1 019 028	
Autres approvisionnements	3 033 790		4 573 910	
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services	840 000			
Autres consommations	3 891 234		1 322 582	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats				
<b>Services extérieurs</b>				
Sous-traitance générale				
Locations	3 360 000		1 615 000	
Entretien, réparations et maintenance	1 223 030		66 160	
Primes d'assurances	513 294		410 966	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	2 942 410		475 196	
Publicité	464 237		51 055	
Déplacements, missions et réceptions	325 141		123 099	
Autres services	691 666		632 536	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
<b>II-Consommations de l'exercice</b>	<b>22 670 660</b>		<b>10 294 452</b>	
<b>III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)</b>		<b>54 356 130</b>		<b>9 217 660</b>
Charges de personnel	18 251 164		8 343 090	
Impôts et taxes et versements assimilés	1 479 684		774 609	
<b>IV-Excédent brut d'exploitation</b>		<b>34 625 282</b>		<b>99 961</b>
Autres produits opérationnels		762		5 525
Autres charges opérationnelles	4 099 321		256 667	
Dotations aux amortissements	8 299 256		3 741 982	
Provision				
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
<b>V-Résultat opérationnel</b>		<b>22 227 467</b>	<b>3 893 163</b>	
Produits financiers				
Charges financières	4 074			
<b>VI-Résultat financier</b>	<b>4 074</b>			
<b>VII-Résultat ordinaire (V+VI)</b>		<b>22 223 393</b>	<b>3 893 163</b>	
Eléments extraordinaires (produits) (*)				
Eléments extraordinaires (Charges) (*)				
<b>VIII-Résultat extraordinaire</b>				
Impôts exigibles sur résultats				
Impôts différés (variations) sur résultats				
<b>IX - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>22 223 393</b>	<b>3 893 163</b>	

## ملحق 2-1: ميزانية الأصول لشركة بيوفارم لسنة 2018-2019

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2019  
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2019

Actif					
(en millions de DZD)	Note	31/12/2019	12/31/2018	Var	%
<b>Actifs non courants</b>					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif	1	445	445	-	-
Immobilisations incorporelles	2.1	156	170	(14)	(8,4%)
Immobilisations corporelles	2.2				
Terrains		1 508	1 508	-	-
Bâtiments		576	627	(51)	(8,2%)
Autres immobilisations corporelles		3 216	2 186	1 030	47,1%
Immobilisations en concession		-	-	-	n/a
Immobilisations encours	3	2 342	945	1 397	147,8%
Immobilisations financières	4				
Titres mis en équivalence		-	-	-	n/a
Autres participations et créances rattachées		5	5	-	-
Autres titres immobilisés		-	50	(50)	(100,0%)
Prêts et autres actifs financiers non courants		331	331	0	0,1%
Impôts différés actif	5	382	333	49	14,7%
<b>Total actifs non courants</b>		<b>8 961</b>	<b>6 600</b>	<b>2 361</b>	<b>35,8%</b>
<b>Actifs courants</b>					
Stocks et encours	6	24 438	21 187	3 251	15,3%
Créances et emplois assimilés					
Clients	7	22 666	20 135	2 530	12,6%
Autres débiteurs	8	5 291	3 751	1 540	41,1%
Impôts et assimilés		1 258	531	727	137,1%
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	n/a
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants	9	540	48	492	1 034,9%
Trésorerie	10	3 546	3 135	411	13,1%
<b>Total actifs courants</b>		<b>57 738</b>	<b>48 786</b>	<b>8 952</b>	<b>18,3%</b>
<b>Total actifs</b>		<b>66 700</b>	<b>55 387</b>	<b>11 313</b>	<b>20,4%</b>

## ملحق 2-2: ميزانية الخصوم لشركة بيوفارم لسنة 2018-2019

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2019  
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2019

Passif					
(en millions de DZD)	Note	31/12/2019	12/31/2018	Var	%
<b>Capitaux propres</b>					
Capital émis		5 104	5 104	-	-
Capital non appelé		-	-	-	n/a
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		9 521	7 194	2 328	32,4%
Ecart de réévaluation		-	-	-	n/a
Ecart d'équivalence (1)		-	-	-	n/a
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		7 604	7 525	80	1,1%
Autres capitaux propres - Report à nouveau		15 507	13 246	2 261	17,1%
<b>Part de la société consolidante (1)</b>		<b>37 494</b>	<b>32 872</b>	<b>4 622</b>	<b>14,1%</b>
<b>Part des minoritaires (1)</b>		<b>244</b>	<b>197</b>	<b>47</b>	<b>23,7%</b>
<b>Total Capitaux propres</b>		<b>37 737</b>	<b>33 069</b>	<b>4 669</b>	<b>14,1%</b>
<b>Passifs non courants</b>					
Emprunts et dettes financières	11	3 505	223	3 282	1 468,8%
Impôts (différés et provisionnés)	12	647	304	344	113,3%
Autres dettes non courantes		-	-	-	n/a
Provisions et produits constatés d'avance	13	1	19	(18)	(93,5%)
<b>Total passifs non courants</b>		<b>4 154</b>	<b>546</b>	<b>3 607</b>	<b>660,2%</b>
<b>Passifs courants</b>					
Fournisseurs et comptes rattachés	14	19 169	17 299	1 869	10,8%
Impôts		1 347	627	720	114,8%
Autres dettes	15	3 481	3 047	435	14,3%
Trésorerie passif	16	812	799	13	1,6%
<b>Total passifs courants</b>		<b>24 809</b>	<b>21 772</b>	<b>3 037</b>	<b>13,9%</b>
<b>Total passifs et capitaux propres</b>		<b>66 700</b>	<b>55 387</b>	<b>11 313</b>	<b>20,4%</b>

## ملحق 2-3: جدول حساب النتائج لشركة بيوفارم لسنة 2018-2019

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2019  
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2019

Compte de résultat					
(en millions de DZD)	Note	31/12/2019	12/31/2018	Var	%
Ventes et produits annexes	17	67 838	63 055	4 783	7,6%
Variation stocks produits finis et en cours		(172)	477	(650)	(136,1%)
Production immobilisée		-	-	-	n/a
Subventions d'exploitation		-	-	-	n/a
<b>Production de l'exercice</b>		<b>67 666</b>	<b>63 532</b>	<b>4 133</b>	<b>6,5%</b>
Achats consommés		(51 115)	(48 315)	(2 800)	5,8%
Services extérieurs et autres consommations	18	(2 086)	(2 024)	(62)	3,1%
<b>Consommation de l'exercice</b>		<b>(53 201)</b>	<b>(50 339)</b>	<b>(2 862)</b>	<b>5,7%</b>
<b>Valeur ajoutée</b>		<b>14 464</b>	<b>13 193</b>	<b>1 271</b>	<b>9,6%</b>
Charges de personnel	19	(3 448)	(3 004)	(444)	14,8%
Impôts, taxes et versements assimilés	20	(1 123)	(1 107)	(16)	1,5%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>		<b>9 893</b>	<b>9 082</b>	<b>811</b>	<b>8,9%</b>
Autres produits opérationnels	21	271	663	(392)	(59,2%)
Autres charges opérationnelles	22	(89)	(170)	81	(47,6%)
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	23	(1 844)	(1 598)	(246)	15,4%
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 171	859	312	36,3%
<b>Résultat opérationnel</b>		<b>9 401</b>	<b>8 835</b>	<b>566</b>	<b>6,4%</b>
Produits financiers		120	547	(427)	(78,0%)
Charges financières		(129)	(290)	162	(55,6%)
<b>Résultat financier</b>	24	<b>(9)</b>	<b>256</b>	<b>(265)</b>	<b>(103,4%)</b>
<b>Résultat ordinaire avant impôt</b>		<b>9 392</b>	<b>9 092</b>	<b>301</b>	<b>3,3%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	25	(1 493)	(1 509)	16	(1,1%)
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		(295)	(57)	(237)	413,4%
<b>Résultat net des activités ordinaires</b>		<b>7 604</b>	<b>7 525</b>	<b>80</b>	<b>1,1%</b>
Eléments extraordinaires (produits)		-	-	-	n/a
Eléments extraordinaires (charges)		-	-	-	n/a
<b>Résultat extraordinaire</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>n/a</b>
<b>Résultat net de l'exercice</b>		<b>7 604</b>	<b>7 525</b>	<b>80</b>	<b>1,1%</b>
<b>Dont Part du Groupe</b>		<b>7 557</b>	<b>7 482</b>		
Part des minoritaires		48	43		
<b>Bénéfice par action, part du Groupe (DZD)</b>		<b>296</b>	<b>293</b>		

## ملحق 2-4: جدول تدفقات الخزينة لشركة بيوفارم لسنة 2018-2019

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2019  
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2019

Tableaux des flux de trésorerie consolidés		
(en millions de DZD)	31/12/2019	12/31/2018
<b>Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles</b>	<b>3 064</b>	<b>3 640</b>
Résultat net de l'exercice	7 604	7 525
Dotations aux amortissements	626	498
Dotations aux provisions et pertes de valeurs	(50)	221
Variation impôts différés	295	57
Plus ou Moins value de cession	(54)	(124)
Marge brute d'autofinancement	8 421	8 178
Variation du Besoin en Fonds de Roulement	(5 358)	(4 538)
- Variation de l'actif courant	(10 023)	(6 735)
- Variation du passif courant	4 665	2 197
<b>Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement</b>	<b>(2 510)</b>	<b>(2 253)</b>
Décassements sur acquisition d'immobilisations	(2 624)	(1 692)
Encaissements sur cessions d'immobilisations	57	159
Variation des Titres de participation	-	-
Incidence des variations de périmètre	-	(572)
Créances rattachées à des participations	-	-
Variation des placements (DAT)	57	(148)
* Souscription placements	-	(105)
* Remboursement placements (partie à court terme)	24	-
* Différence de cours sur DAT	(16)	(43)
* Bons de Trésor	50	-
<b>Flux de trésorerie provenant des opérations de financement</b>	<b>337</b>	<b>(2 953)</b>
Variation des dettes à long terme	(118)	(50)
Variation des dettes à court terme	-	-
Variation Intérêts courus non échus (compte 518)	-	-
Emprunts	3 400	-
Remboursement Emprunts	-	(125)
Subvention reçue	-	-
Compte courant d'associés	(1)	(226)
Augmentation de capital	-	12
Variation prêts et autres actifs financiers non courants	(8)	(11)
Dividendes payés	(2 936)	(2 553)
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>890</b>	<b>(1 566)</b>
Trésorerie d'ouverture	2 383	3 950
Trésorerie de clôture	3 274	2 383
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>890</b>	<b>(1 566)</b>

## ملحق 2-5: ميزانية الأصول لشركة بيوفارم لسنة 2020-2021

(en millions de DZD)	Note	31/12/2021	31/12/2020	Var	%
<b>Actifs non courants</b>					
<b>Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif</b>	1	<b>703</b>	<b>683</b>	<b>20</b>	<b>3%</b>
<b>Immobilisations incorporelles</b>	2.1	<b>78</b>	<b>114</b>	<b>(36)</b>	<b>-32%</b>
<b>Immobilisations corporelles</b>					
Terrains		2 018	2 018	-	0%
Bâtiments		556	617	(61)	-10%
Autres immobilisations corporelles		3 420	4 259	(839)	-20%
Immobilisations en concession		-	-	-	n/a
<b>Immobilisations encours</b>	3	<b>8 600</b>	<b>4 139</b>	<b>4 461</b>	<b>108%</b>
<b>Immobilisations financières</b>					
Titres mis en équivalence		-	-	-	n/a
Autres participations et créances rattachées		5	5	0	0%
Autres titres immobilisés		-	-	-	n/a
Prêts et autres actifs financiers non courants		204	392	(188)	-48%
Impôts différés actif	5	767	850	(83)	-10%
<b>Total actifs non courants</b>		<b>16 351</b>	<b>13 078</b>	<b>3 274</b>	<b>25%</b>
<b>Actifs courants</b>					
<b>Stocks et encours</b>	6	<b>21 655</b>	<b>23 628</b>	<b>(1 974)</b>	<b>-8%</b>
<b>Créances et emplois assimilés</b>					
Clients	7	26 607	24 060	2 547	11%
Autres débiteurs	8	6 069	5 798	271	5%
Impôts et assimilés		1 575	1 211	365	30%
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	n/a
<b>Disponibilités et assimilés</b>					
Placements et autres actifs financiers courants	9	1 001	1 002	(1)	-0%
Trésorerie	10	6 301	5 560	740	13%
<b>Total actifs courants</b>		<b>63 208</b>	<b>61 259</b>	<b>1 949</b>	<b>3%</b>
<b>Total actifs</b>		<b>79 559</b>	<b>74 336</b>	<b>5 223</b>	<b>7%</b>

## ملحق 2-6: ميزانية الخصوم لشركة بيوفارم لسنة 2020-2021

(en millions de DZD)	Note	31/12/2021	31/12/2020	Var	%
<b>Capitaux propres</b>					
Capital émis		5 104	5 104	0	0%
Capital non appelé		(0)	-	(0)	n/a
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		11 340	9 874	1 466	15%
Résultat net - Résultat net du Groupe (1)		7 814	5 570	2 244	40%
Autres capitaux propres - Report à nouveau		21 035	19 867	1 167	6%
<b>Part de la société consolidante (1)</b>		<b>44 986</b>	<b>40 113</b>	<b>4 874</b>	<b>12%</b>
<b>Part des minoritaires (1)</b>		<b>307</b>	<b>303</b>	<b>4</b>	<b>1%</b>
<b>Total Capitaux propres</b>		<b>45 293</b>	<b>40 416</b>	<b>4 877</b>	<b>12%</b>
<b>Passifs non courants</b>					
Emprunts et dettes financières	11	4 160	3 600	560	16%
Impôts (différés et provisionnés)	12	562	638	(76)	-12%
Autres dettes non courantes		-	-	-	n/a
Provisions et produits constatés d'avance	13	-	1	(1)	-100%
<b>Total passifs non courants</b>		<b>4 722</b>	<b>4 238</b>	<b>484</b>	<b>11%</b>
<b>Passifs courants</b>					
Fournisseurs et comptes rattachés	14	19 869	19 729	140	1%
Impôts		1 712	1 558	154	10%
Autres dettes	15	5 405	5 565	(160)	-3%
Trésorerie passif	16	2 558	2 831	(272)	-10%
<b>Total passifs courants</b>		<b>29 544</b>	<b>29 683</b>	<b>(139)</b>	<b>0%</b>
<b>Total passifs et capitaux propres</b>		<b>79 559</b>	<b>74 336</b>	<b>5 223</b>	<b>7%</b>

## ملحق 2-7: جدول حساب النتائج لشركة بيوفارم لسنة 2020-2021

(en millions de DZD)	Note	31/12/2021	31/12/2020	Var	%
Ventes et produits annexes	17	82 139	71 475	10 665	15%
Variation stocks produits finis et en cours		(548)	148	(696)	-471%
<b>Production de l'exercice</b>		<b>81 591</b>	<b>71 623</b>	<b>9 969</b>	<b>14%</b>
Achats consommés		(64 028)	(55 447)	(8 581)	15%
Services extérieurs et autres consommations	18	(2 047)	(1 481)	(566)	38%
<b>Consommation de l'exercice</b>		<b>(66 075)</b>	<b>(56 928)</b>	<b>(9 147)</b>	<b>16%</b>
<b>Valeur ajoutée</b>		<b>15 516</b>	<b>14 694</b>	<b>821</b>	<b>6%</b>
Charges de personnel	19	(3 688)	(3 510)	(178)	5%
Impôts, taxes et versements assimilés	20	(1 352)	(1 180)	(172)	15%
<b>Excédent brut d'exploitation</b>		<b>10 476</b>	<b>10 004</b>	<b>471</b>	<b>5%</b>
Autres produits opérationnels	21	122	482	(360)	-75%
Autres charges opérationnelles	22	(165)	(2 093)	1 928	-92%
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	23	(2 561)	(2 356)	(205)	9%
Reprise sur pertes de valeur et provisions		1 952	1 380	571	41%
<b>Résultat opérationnel</b>		<b>9 823</b>	<b>7 418</b>	<b>2 405</b>	<b>32%</b>
Produits financiers		222	392	(170)	-43%
Charges financières		(343)	(921)	577	-63%
<b>Résultat financier</b>	24	<b>(122)</b>	<b>(529)</b>	<b>407</b>	<b>-77%</b>
<b>Résultat ordinaire avant impôt</b>		<b>9 701</b>	<b>6 889</b>	<b>2 813</b>	<b>41%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	25	(1 880)	(1 672)	(208)	12%
Impôts différés ( Variations ) sur résultats ordinaires		(7)	353	(360)	-102%
<b>Résultat net des activités ordinaires</b>		<b>7 814</b>	<b>5 570</b>	<b>2 244</b>	<b>40%</b>
<b>Résultat extraordinaire</b>		-	-	-	n/a
<b>Résultat net de l'exercice</b>		<b>7 814</b>	<b>5 570</b>	<b>2 244</b>	<b>40%</b>
<b>Dont Part du Groupe</b>		<b>7 809</b>	<b>5 554</b>		
Part des minoritaires		5	16		
<b>Bénéfice par action, part du Groupe (DZD)</b>		<b>306,0</b>	<b>218</b>		

## ملحق 2-8: جدول تدفقات الخزينة لشركة بيوفارم لسنة 2020-2021

(en millions de DZD)	31/12/2021	31/12/2020
<b>Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles</b>	<b>7 361</b>	<b>6 586</b>
<b>Résultat net de l'exercice</b>	<b>7 814</b>	<b>5 570</b>
Dotations aux amortissements	834	714
Dotations aux provisions et pertes de valeurs	(225)	261
Variation impôts différés	7	(353)
Plus ou Moins value de cession	(37)	(40)
<b>Marge brute d'autofinancement</b>	<b>8 394</b>	<b>6 152</b>
<b>Variation du Besoin en Fonds de Roulement</b>	<b>(1 033)</b>	<b>434</b>
- Variation de l'actif courant	159	1 992
- Variation du passif courant	(1 192)	(1 558)
<b>Flux de trésorerie provenant des opérations d'investissement</b>	<b>(4 015)</b>	<b>(3 218)</b>
Décaissements sur acquisition d'immobilisations	(4 259)	(3 090)
Encaissements sur cessions d'immobilisations	41	42
Variation des Titres de participation	-	-
Incidence des variations de périmètre	2	(118)
Créances rattachées à des participations	-	-
Variation des placements (DAT)	202	(52)
<b>Flux de trésorerie provenant des opérations de financement</b>	<b>(2 334)</b>	<b>(2 910)</b>
Emprunts	2 167	360
Remboursement Emprunts	(1 607)	(417)
Compte courant d'associés	56	90
Augmentation de capital	-	-
Variation prêts et autres actifs financiers non courants	(14)	(8)
Dividendes payés	(2 935)	(2 936)
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>1 012</b>	<b>457</b>
Trésorerie d'ouverture	3 731	3 274
Trésorerie de clôture	4 743	3 731
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>1 012</b>	<b>457</b>

## ملحق 3-1: جدول ميزانية الأصول لشركة الأوراسي لسنة 2018-2019

**BILAN ACTIF CUMULÉ**  
 DU 01 JANVIER 2019 AU 31 DÉCEMBRE 2019

ACTIF	Note	Montants Bruts	N		N-1
			Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
<b>Immobilisations incorporelles</b>		<b>70 893 194,47</b>	<b>61 502 410,90</b>	<b>9 390 783,57</b>	<b>10 494 047,34</b>
<b>Immobilisations corporelles</b>		<b>13 515 648 792,25</b>	<b>7 207 546 713,11</b>	<b>6 308 102 079,14</b>	<b>6 747 064 093,60</b>
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		7 117 933 600,20	3 079 966 484,37	4 037 967 115,83	4 195 627 597,68
Autres immobilisations corporelles		5 853 861 594,55	4 127 580 228,74	1 726 281 365,81	2 007 582 898,42
Immobilisations en concession		984 059,95		984 059,95	984 059,95
<b>Immobilisations encours</b>		<b>1 650 928 462,96</b>		<b>1 650 928 462,96</b>	<b>1 528 922 952,32</b>
Equipements neufs en stocks		0,00		0,00	0,00
<b>Immobilisations financières</b>		<b>173 894 861,34</b>	<b>145 776 681,19</b>	<b>28 118 180,15</b>	<b>12 459 096,10</b>
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	550 000,00	22 075 000,00	7 348 700,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		151 269 861,34	145 226 681,19	6 043 180,15	5 110 396,10
<b>Impôts différés actif</b>		<b>116 246 933,11</b>		<b>116 246 933,11</b>	<b>110 157 269,81</b>
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>15 528 596 304,08</b>	<b>7 414 825 805,20</b>	<b>8 113 770 498,88</b>	<b>8 410 081 519,12</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>					
<b>Stocks et encours</b>		<b>829 971 596,45</b>	<b>17 998 613,26</b>	<b>811 972 983,19</b>	<b>864 765 405,68</b>
<b>Créances et emplois assimilés</b>		<b>1 350 880 785,28</b>	<b>131 563 753,73</b>	<b>1 219 317 031,55</b>	<b>1 315 638 140,14</b>
Clients		499 956 045,49	131 563 753,73	368 392 291,76	465 959 077,47
Autres débiteurs		660 301 248,02		660 301 248,02	636 538 006,06
Impôts et assimilés		190 623 491,77		190 623 491,77	213 141 056,61
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
<b>Disponibilités et assimilés</b>		<b>995 569 730,62</b>	<b>6 952 423,43</b>	<b>988 617 307,19</b>	<b>772 184 395,38</b>
Placements et autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		995 569 730,62	6 952 423,43	988 617 307,19	772 184 395,38
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>3 176 422 112,35</b>	<b>156 514 790,42</b>	<b>3 019 907 321,93</b>	<b>2 952 587 941,20</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>18 705 018 416,43</b>	<b>7 571 340 595,62</b>	<b>11 133 677 820,81</b>	<b>11 362 669 460,32</b>

## ملحق 3-2: جدول ميزانية الخصوم لشركة الأوراسي لسنة 2018-2019

**BILAN PASSIF CUMULÉ**  
 DU 01 JANVIER 2019 AU 31 DÉCEMBRE 2019

PASSIF	Note	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 858 602 621,01	2 688 602 621,01
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		22 512 054,63	439 611 183,43
Autres capitaux propres - Report à nouveau		472 314 437,75	331 811 207,86
<b>Part de la société consolidante (1)</b>		<b>4 853 429 113,39</b>	<b>4 960 025 012,30</b>
<b>Parts de minoritaires (1)</b>			
<b>TOTAL I</b>		<b>4 853 429 113,39</b>	<b>4 960 025 012,30</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		4 542 787 721,91	4 267 510 758,91
Impôts (différés et provisionnés)		0,00	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance		631 528 235,03	633 008 427,25
Compte de liaison		-0,00	0,00
<b>TOTAL II</b>		<b>5 175 300 016,89</b>	<b>4 923 408 770,66</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		200 000 285,05	350 697 260,64
Impôts		72 999 308,78	166 861 697,92
Autres dettes		831 459 653,21	959 303 694,39
Trésorerie passif		489 443,49	2 373 024,41
<b>TOTAL III</b>		<b>1 104 948 690,53</b>	<b>1 479 235 677,36</b>
<b>TOTAL PASSIF (I+ II + III)</b>		<b>11 133 677 820,81</b>	<b>11 362 689 460,32</b>

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

## ملحق 3-3: جدول حساب النتائج لشركة الأوراسي لسنة 2018-2019



**COMPTE DE RÉSULTATS CUMULÉ**  
DU 01 JANVIER 2019 AU 31 DÉCEMBRE 2019

Rubriques	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes		2 055 810 623,88	2 721 919 757,17
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>2 055 810 623,88</b>	<b>2 721 919 757,17</b>
Achats consommés		-430 364 532,05	-493 518 944,17
Services extérieurs et autres consommations		-145 798 767,72	-137 564 665,95
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>-576 163 299,77</b>	<b>-631 083 610,12</b>
<b>III-VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>1 479 647 324,11</b>	<b>2 090 836 147,05</b>
Charges de personnel		-620 422 433,90	-634 300 590,67
Impôts et taxes et versements assimilés		-58 403 373,13	-78 843 729,47
<b>IV-Excédent brut d'exploitation</b>		<b>800 821 517,08</b>	<b>1 377 691 826,91</b>
Autres produits opérationnels		38 653 129,11	37 059 631,13
Autres charges opérationnelles		-95 271 592,19	-88 608 168,11
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur		-693 198 826,89	-688 249 122,51
Reprise sur pertes de valeur et provisions		36 882 662,94	60 893 984,18
<b>V-Résultat opérationnel</b>		<b>87 886 890,05</b>	<b>698 788 151,60</b>
Produits financiers		13 178 331,76	15 711 741,42
Charges financières		-97 184 043,55	-169 212 870,06
<b>VI-Résultat financier</b>		<b>-84 005 711,79</b>	<b>-153 501 128,64</b>
<b>VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)</b>		<b>3 881 178,26</b>	<b>545 287 022,96</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-853 706,00	-105 420 502,05
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		19 484 582,37	-255 337,48
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITÉS ORDINAIRES</b>		<b>2 144 524 747,69</b>	<b>2 835 585 118,90</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITÉS ORDINAIRES</b>		<b>-2 122 012 693,06</b>	<b>-2 395 973 930,47</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES</b>		<b>22 512 054,63</b>	<b>439 611 183,43</b>
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
<b>IX-Résultat extraordinaire</b>			
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>22 512 054,63</b>	<b>439 611 183,43</b>

## ملحق 3-4: جدول تدفقات الخزينة لشركة الأوراسي لسنة 2018-2019

**TABLEAU DES FLUX DE TRÉSORERIE CUMULÉ**  
 DU 01 JANVIER 2019 AU 31 DÉCEMBRE 2019

Rubriques	Note	Exercice N	Exercice N-1
<b>Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles :</b>			
Encaissements reçus des clients		2 411 753 108,6	3 074 483 428,31
Encaissement autres tiers		7 010 904,33	14 139 295,80
Sommes versées aux fournisseurs et au personnel	-1	669 356 805,00	860 321 750,15
Décaissement autres tiers	-	16 531 496,03	12 553 385,67
Intérêts et autres frais financiers payés	-	27 743 143,16	80 219 520,11
Impôts sur les résultats payés	-	66 460 925,24	149 293 456,00
<b>Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires</b>		<b>638 671 643,54</b>	<b>1 006 234 612,18</b>
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)</b>		<b>638 671 643,54</b>	<b>1 006 234 612,18</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement</b>			
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles ou incorporelles	-	447 449 982,97	738 020 143,77
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles			17 529 400,00
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations financières	-	1 204 306,27	14 367 465,34
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières		1 673 176,77	16 031 214,40
Intérêts encaissés sur placements financiers		101 250,00	212 500,00
Dividendes et quote-part de résultats reçus			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement (B)</b>		<b>- 446 879 862,47</b>	<b>- 718 614 494,71</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités de financement</b>			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Dividendes et autres distributions effectuées	-	144 092 050,00	192 880 190,00
Encaissements provenant d'emprunts		1 244 731 054,27	384 727 875,40
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilées	-1	064 805 163,76	927 853 677,78
Subventions (74;131;132)			
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi-liquidités	-	7 918 673,41	1 029 477,43
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)</b>		<b>27 915 167,10</b>	<b>- 737 035 469,81</b>
<b>Variation de trésorerie de la période (A+B+C)</b>		<b>219 706 948,17</b>	<b>- 449 415 352,34</b>
Trésorerie ou équivalent de trésorerie au début de la période	-	775 373 338,96	1 224 788 691,30
Trésorerie ou équivalent de trésorerie à la fin de la période	-	995 080 287,13	775 373 338,96
<b>Variation de trésorerie de la période</b>		<b>219 706 948,17</b>	<b>- 449 415 352,34</b>
<b>Résultat comptable</b>		<b>22 512 054,63</b>	<b>439 611 183,43</b>
<b>Rapprochement avec le résultat comptable</b>		<b>995 080 287,13</b>	<b>775 373 338,96</b>

## ملحق 3-5: جدول ميزانية الأصول لشركة الأوراسي لسنة 2020-2021

**BILAN ACTIF HÔTEL EL-AURASSI**  
 DU 01 JANVIER 2021 AU 31 DÉCEMBRE 2021

ACTIF	Note	Montants Bruts	N		N-1
			Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles		56 374 494,86	53 365 290,52	3 009 204,34	4 032 802,72
Immobilisations corporelles		11 551 407 495,61	7 289 780 171,50	4 261 627 324,11	4 656 157 646,29
Terrains		543 672 000,00		543 672 000,00	543 672 000,00
Bâtiments		5 942 058 035,82	3 084 348 086,38	2 857 709 949,44	3 035 039 477,82
Autres immobilisations corporelles		5 065 677 459,79	4 205 432 085,12	860 245 374,67	1 077 446 168,47
Immobilisations en concession		0,00		0,00	0,00
Immobilisations encours		55 925 709,46		55 925 709,46	55 925 709,46
Equipements neufs en stocks		0,00		0,00	0,00
Immobilisations financières		175 309 153,31	145 869 181,19	29 439 972,12	29 462 472,12
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	642 500,00	21 982 500,00	22 005 000,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		152 684 153,31	145 226 681,19	7 457 472,12	7 457 472,12
Impôts différés actif		93 475 604,88		93 475 604,88	93 814 820,34
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>11 932 492 458,12</b>	<b>7 489 014 643,21</b>	<b>4 443 477 814,91</b>	<b>4 839 393 450,93</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>					
Stocks et encours		736 057 220,73	48 172 023,49	687 885 197,24	684 999 500,23
Créances et emplois assimilés		648 950 481,61	100 357 779,81	548 592 701,80	1 033 599 407,82
Clients		298 019 900,20	100 357 779,81	197 662 120,39	150 319 756,84
Autres débiteurs		126 518 784,37		126 518 784,37	660 401 891,26
Impôts et assimilés		224 411 797,04		224 411 797,04	222 877 759,72
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités et assimilés		609 732 194,22	6 952 423,43	602 779 770,79	612 180 110,53
Placements et autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		609 732 194,22	6 952 423,43	602 779 770,79	612 180 110,53
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>1 994 739 896,56</b>	<b>155 482 226,73</b>	<b>1 839 257 669,83</b>	<b>2 330 779 018,58</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>13 927 232 354,68</b>	<b>7 644 496 869,94</b>	<b>6 282 735 484,74</b>	<b>7 170 172 469,51</b>

## ملحق 3-6: جدول ميزانية الخصوم لشركة الأوراسي لسنة 2020-2021



### BILAN PASSIF HÔTEL EL-AURASSI

DU 01 JANVIER 2021 AU 31 DÉCEMBRE 2021

PASSIF	Note	N	N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 858 602 621,01	2 858 602 621,01
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		-427 430 673,18	-617 935 816,04
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-417 221 981,27	249 507 536,87
<b>Part de la société consolidante (1)</b>		<b>3 513 949 966,56</b>	<b>3 990 174 341,84</b>
<b>Parts de minoritaires (1)</b>			
<b>TOTAL I</b>		<b>3 513 949 966,56</b>	<b>3 990 174 341,84</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		-4 639 353 516,28	4 582 097 733,80
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		256 507 643,66	341 266 582,60
Compte de liaison		-2 791 656 500,92	-2 805 101 996,64
<b>TOTAL II</b>		<b>2 104 204 659,02</b>	<b>2 118 262 319,76</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		169 892 092,64	103 618 338,43
Impôts		51 896 391,02	36 525 765,33
Autres dettes		442 792 375,50	921 591 704,15
Trésorerie passif		0,00	0,00
<b>TOTAL III</b>		<b>664 580 859,16</b>	<b>1 061 735 807,91</b>
<b>TOTAL PASSIF (I+ II + III)</b>		<b>6 282 735 484,74</b>	<b>7 170 172 469,51</b>

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés.

## ملحق 3-7: جدول حساب النتائج لشركة الأوراسي لسنة 2020-2021



**COMPTE DE RÉSULTATS HÔTEL EL-AURASSI**  
DU 01 JANVIER 2021 AU 31 DÉCEMBRE 2021

Rubriques	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes		767 711 795,42	532 662 174,88
Variation stocks produits finis et en cours			1 059 550,00
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>767 711 795,42</b>	<b>533 721 724,88</b>
Achats consommés		-228 590 255,18	-152 515 073,30
Services extérieurs et autres consommations		-60 477 874,59	-80 693 983,83
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>-289 068 129,77</b>	<b>-233 209 057,13</b>
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>478 643 665,65</b>	<b>300 512 667,75</b>
Charges de personnel		-466 149 708,63	-470 862 469,37
Impôts et taxes et versements assimilés		-11 585 991,50	-13 471 605,51
<b>IV-Excédent brut d'exploitation</b>		<b>907 985,52</b>	<b>-183 821 407,13</b>
Autres produits opérationnels		35 076 156,33	22 018 727,81
Autres charges opérationnelles		-75 325 547,79	-63 595 387,98
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur		-464 220 274,98	-417 797 273,19
Reprise sur pertes de valeur et provisions		80 859 606,84	68 519 012,93
<b>V-Résultat opérationnel</b>		<b>-422 702 094,08</b>	<b>-574 676 327,56</b>
Produits financiers		5 720 899,68	59 199 589,05
Charges financières		-8 284 002,36	-62 056 998,25
<b>VI-Résultat financier</b>		<b>-2 563 102,68</b>	<b>-2 857 409,20</b>
<b>VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)</b>		<b>-425 265 196,76</b>	<b>-577 533 736,76</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-10 000,00	-10 000,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-2 155 476,42	-40 392 079,28
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>889 368 458,27</b>	<b>683 459 054,67</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-1 316 799 131,45</b>	<b>-1 301 394 870,71</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-427 430 673,18</b>	<b>-617 935 816,04</b>
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
<b>IX-Résultat extraordinaire</b>			
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>-427 430 673,18</b>	<b>-617 935 816,04</b>

## ملحق 3-8: جدول تدفقات الخزينة لشركة الأوراسي لسنة 2020-2021

**TABLEAU DES FLUX DE TRÉSORERIE HÔTEL EL-AURASSI**  
 DU 01 JANVIER 2021 AU 31 DÉCEMBRE 2021

Rubriques	Note	Exercice N	Exercice N-1
<b>Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles :</b>			
Encaissements reçus des clients		807 657 384,80	832 986 247,44
Encaissement autres tiers		30 376 430,11	3 257 457,37
Sommes versées aux fournisseurs et au personnel		- 791 571 985,60	- 800 843 653,69
Décaissement autres tiers		- 59 899 523,42	- 12 887 342,39
Intérêts et autres frais financiers payés		- 6 575 086,30	4 220 041,75
Impôts sur les résultats payés			- 26 335 221,36
<b>Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires</b>		<b>- 20 012 780,41</b>	<b>397 529,12</b>
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)</b>		<b>- 20 012 780,41</b>	<b>397 529,12</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement</b>			
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles ou incorporelles		- 24 835 636,32	- 134 605 360,92
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles			
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations financières		- 1 000 000,00	
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières		902 751,36	
Intérêts encaissés sur placements financiers			62 500,00
Dividendes et quote-part de résultats reçus			
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement (B)</b>		<b>- 24 932 884,96</b>	<b>- 134 542 860,92</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités de financement</b>			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Dividendes et autres distributions effectuées		- 1 981 018,00	- 131 350,00
Encaissements provenant d'emprunts		438 490 326,53	2 762 680 555,07
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilées		- 397 598 866,63	- 2 893 666 084,59
Subventions (74;131;132)			
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi-liquidités		- 3 365 116,27	57 025 052,73
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)</b>		<b>35 545 325,63</b>	<b>- 74 091 826,79</b>
<b>Variation de trésorerie de la période (A+B+C)</b>		<b>- 9 400 339,74</b>	<b>- 208 237 158,59</b>
<b>Trésorerie ou équivalent de trésorerie au début de la période</b>		<b>- 619 132 533,96</b>	<b>- 827 369 692,55</b>
<b>Trésorerie ou équivalent de trésorerie à la fin de la période</b>		<b>- 609 732 194,22</b>	<b>- 619 132 533,96</b>
<b>Variation de trésorerie de la période</b>		<b>- 9 400 339,74</b>	<b>- 208 237 158,59</b>
<b>Résultat comptable</b>		<b>- 427 430 673,18</b>	<b>- 617 935 816,04</b>
<b>Rapprochement avec le résultat comptable</b>		<b>609 732 194,22</b>	<b>619 132 533,96</b>

## ملحق 1-4: جدول ميزانية الأصول لشركة صيدال لسنة 2018-2019

## 1.1. Actif du Bilan (Société mère)

UM: DA

ACTIF	31/12/2020		MONTANTS NETS	31/12/2018
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS		
<b>ACTIF NON COURANT :</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
<b>Immobilisations incorporelles</b>	462 879 269,66	337 890 377,44	124 988 892,22	173 375 648,35
<b>Immobilisations corporelles</b>				
Terrains	1 130 848 191,42	0,00	1 130 848 191,42	1 130 848 191,42
Bâtiments	11 993 249 852,09	5 105 963 162,08	6 887 286 690,01	6 908 389 495,62
Autres immobilisations corporelles	19 568 978 255,65	14 409 764 064,06	5 159 214 191,59	5 355 078 686,94
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations en cours	3 370 773 070,44	0,00	3 370 773 070,44	3 419 612 218,21
<b>Immobilisations financières</b>				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées	3 038 500 175,00	59 416 028,43	2 979 084 146,57	2 985 092 655,87
Autres titres immobilisés	2 000 000 000,00	0,00	2 000 000 000,00	2 500 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	13 547 349,14	0,00	13 547 349,14	106 741 603,70
Impôts différés actifs	352 717 927,73	0,00	352 717 927,73	324 024 098,53
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>42 073 142 655,13</b>	<b>19 913 033 632,01</b>	<b>22 160 109 023,12</b>	<b>23 044 811 162,64</b>
<b>ACTIF COURANT :</b>				
<b>Stocks et encours</b>	6 711 312 952,23	555 178 981,36	6 156 133 970,87	6 404 784 394,09
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients	5 585 231 042,12	1 644 336 713,90	3 940 894 328,22	3 141 134 935,41
Autres débiteurs	2 165 104 062,71	7 500,00	2 165 096 562,71	2 210 530 786,72
Impôts	86 706 368,91	0,00	86 706 368,91	120 424 209,62
Autres actifs courants	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	2 842 844 096,04	76 896 881,94	2 765 947 214,10	1 826 155 136,27
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>17 409 758 511,20</b>	<b>2 276 420 077,20</b>	<b>15 133 338 434,00</b>	<b>13 721 589 451,30</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL ACTIF</b>	<b>59 482 901 166,33</b>	<b>22 189 453 709,21</b>	<b>37 293 447 457,12</b>	<b>36 766 400 613,94</b>

## ملحق 4-2: جدول ميزانية الخصوم لشركة صيدال لسنة 2018-2019

UM: DA

PASSIF	31/12/2020	31/12/2019
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	411 677 000,00
Primes et réserves - (réserves consolidées)	14 420 679 269,88	13 833 681 286,63
Écarts de réévaluation	1 265 034 701,67	1 265 034 701,67
Écart d'équivalence	0,00	0,00
Résultat net	253 900 683,99	806 029 107,58
Autres capitaux propres - report à nouveau	683 888 702,27	234 568 875,67
Liaison inter-unités	0,00	0,00
<b>TOTAL I</b>	<b>19 535 180 357,81</b>	<b>19 050 990 971,55</b>
<b>PASSIF NON COURANT :</b>		
Emprunts et dettes financières	10 291 608 114,55	10 098 748 057,99
Impôts (différés et provisionnés)	6 584 675,27	3 501 208,32
Autres dettes non courantes	0,00	593 645 268,24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 607 122 564,21	1 421 355 889,30
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>	<b>11 905 315 354,03</b>	<b>12 117 250 423,85</b>
<b>PASSIF COURANT :</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 140 880 085,73	1 334 618 982,29
Impôts	151 668 542,53	95 924 225,85
Autres dettes	4 000 660 071,14	3 658 641 247,14
Trésorerie passive	559 743 045,88	508 974 763,26
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>5 852 951 745,28</b>	<b>5 598 159 218,54</b>
<b>TOTAL GÉNÉRAL PASSIF</b>	<b>37 293 447 457,12</b>	<b>36 766 400 613,94</b>

## ملحق 3-4: جدول حساب النتائج لشركة صيدال لسنة 2018-2019

## 1.3. Tableau des Compte de Résultats (Société mère) :

UM:DA

désignation	31/12/2020	31/12/2019	Evolution 2020/2019	R/O
Chiffre d'affaires	9 124 250 542,43	8 680 696 449,38	5,11 %	86,87 %
Variation stocks produits finis et en cours	213 382 115,56	1 014 748 376,80	- 78,97 %	25,86 %
Production immobilisée	0,00	0,00	/	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/	/
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>9 337 632 657,99</b>	<b>9 695 444 826,18</b>	<b>- 3,69 %</b>	<b>82,42 %</b>
Achats consommés	- 3 829 527 985,06	- 4 153 002 131,54	- 7,79 %	88,68 %
Services extérieurs et autres consommations	- 882 600 567,82	- 1 060 937 059,85	- 16,81 %	87,05 %
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>- 4 712 128 552,88</b>	<b>- 5 213 939 191,39</b>	<b>- 9,62 %</b>	<b>88,37 %</b>
<b>III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)</b>	<b>4 625 504 105,11</b>	<b>4 481 505 634,79</b>	<b>3,21 %</b>	<b>77,14 %</b>
Charges du personnel	- 3 465 726 582,70	- 3 360 530 357,67	3,13 %	104,01 %
Impôts, taxes et versements assimilés	- 190 802 340,63	- 143 359 731,96	33,09 %	120,85 %
<b>IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>968 975 181,78</b>	<b>977 615 545,16</b>	<b>- 0,88 %</b>	<b>38,66 %</b>
Autres produits opérationnels	194 209 513,00	681 825 979,04	- 71,52 %	2 652,41 %
Autres charges opérationnelles	- 96 188 192,11	- 69 832 819,44	37,74 %	787,20 %
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	- 959 993 273,40	- 1 216 487 703,68	- 21,08 %	66,24 %
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	189 633 004,37	636 736 591,48	- 70,22 %	/
<b>V - RÉSULTAT OPÉRATIONNEL</b>	<b>296 636 233,64</b>	<b>1 009 857 592,56</b>	<b>- 70,63 %</b>	<b>28,19 %</b>
Produits financiers	125 789 989,63	151 946 624,00	- 17,21 %	151,52 %
Charges financières	- 99 220 031,26	- 272 784 886,35	- 63,63 %	64,51 %
<b>VI - RÉSULTAT FINANCIER</b>	<b>26 569 958,37</b>	<b>- 120 838 262,35</b>	<b>- 121,99 %</b>	<b>- 37,53 %</b>
<b>VII - RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔT (V + VI)</b>	<b>323 206 192,01</b>	<b>889 019 330,21</b>	<b>- 63,64 %</b>	<b>32,93 %</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	- 88 374 651,00	- 77 823 533,00	13,56 %	/
Impôts différés (variation) sur résultats ordinaires	- 19 069 142,98	5 166 689,63	- 469,08 %	/
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITÉS ORDINAIRES</b>	<b>9 847 265 164,99</b>	<b>11 165 954 020,70</b>	<b>- 11,81 %</b>	<b>86,24 %</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITÉS ORDINAIRES</b>	<b>- 9 593 364 481,00</b>	<b>- 10 359 924 913,12</b>	<b>- 7,40 %</b>	<b>91,91 %</b>
<b>VIII - RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES</b>	<b>253 900 683,99</b>	<b>806 029 107,58</b>	<b>- 68,50 %</b>	<b>25,87 %</b>
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
<b>IX - RÉSULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>/</b>	<b>/</b>
<b>X - RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>253 900 683,99</b>	<b>806 029 107,58</b>	<b>- 68,50 %</b>	<b>25,87 %</b>

ملحق 4-4: جدول تدفقات الخزينة لشركة صيدال لسنة 2018-2019

## 1.4. Tableau des flux de trésorerie (Société mère) :

UM:DA

DÉSIGNATION	31/12/2020	31/12/2019
<b>Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles</b>		
Encaissement reçu des clients	8 669 374 357,51	10 301 676 425,87
Sommes versées aux fournisseurs et aux personnels	- 7 939 225 989,44	- 10 487 315 587,16
Intérêts et autres frais financiers payés	- 84 705 096,87	- 353 150 166,36
Impôts sur les résultats payés	- 75 573 533,00	- 122 858 267,04
<b>Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires</b>	<b>569 871 738,20</b>	<b>- 661 645 594,69</b>
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires (à préciser)	0,00	0,00
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)</b>	<b>569 871 738,20</b>	<b>- 661 645 594,69</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement</b>		
Décaissements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles	- 154 678 530,16	- 176 324 993,31
Encaissement sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles	-	-
Décaissements sur acquisition d'immobilisations financières	- 1 000 000 000,00	- 1 625 034 364,00
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières	1 500 000 000,00	2 000 000 000,00
Intérêts encaissés sur placements financiers	66 187 500,00	122 500 000,00
Dividendes et quote-part de résultats reçus	31 281 518,79	28 233 733,69
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissements (B)</b>	<b>442 790 688,65</b>	<b>349 374 376,38</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités de financement</b>		
Encaissement suite à l'émission d'actions		
Dividendes et autres distributions effectués	- 52 454 670,50	- 44 497 971,50
Encaissements provenant d'emprunts		
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes et assimilées	- 71 205 961,12	- 140 956 501,12
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités de financements (C)</b>	<b>- 123 638 631,62</b>	<b>- 185 454 472,62</b>
Incidences des variations des taux de change sur les liquidités et quasi-liquidités		
<b>Variation de trésorerie de la période (A+B+C)</b>	<b>889 025 795,21</b>	<b>- 497 725 690,95</b>
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice	1 394 077 254,95	1 891 802 945,88
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice	2 283 101 050,16	1 394 077 254,95
<b>Variation de trésorerie de la période</b>	<b>889 025 795,21</b>	<b>- 497 725 690,95</b>
<b>Rapprochement avec le résultat comptable</b>	<b>255 900 683,99</b>	<b>806 029 107,58</b>
	<b>635 123 111,22</b>	<b>- 1 503 754 798,51</b>

## ملحق 4-5: جدول ميزانية الأصول لشركة صيدال لسنة 2020-2021

## 2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe) :

UM: DA

ACTIF	51/12/2021			51/12/2020
	MONTANTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIF NON COURANT :</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
<b>Immobilisations incorporelles</b>	468 576 191,02	394 405 777,42	74 170 413,60	125 327 090,76
<b>Immobilisations corporelles</b>				
Terrains	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	4 398 481 823,42
Bâtiments	13 339 694 443,48	5 997 599 674,29	7 342 094 769,19	7 417 264 109,47
Autres immobilisations corporelles	20 801 612 806,89	15 297 937 668,60	5 503 675 138,29	5 416 183 100,77
Immobilisations en concession	322 740 000,00	0,00	322 740 000,00	0,00
<b>Immobilisations en cours</b>	3 850 372 946,09	0,00	3 850 372 946,09	3 523 900 855,21
<b>Immobilisations financières</b>				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 418 384 302,29	0,00	2 418 384 302,29	2 134 015 175,22
Autres participations et créances rattachées	44 667 575,00	0,00	44 667 575,00	276 523 546,57
Autres titres immobilisés	2 001 000 000,00	0,00	2 001 000 000,00	2 002 300 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	51 251 159,52	0,00	51 251 159,52	14 614 749,45
Impôts différés actif	244 899 794,64	0,00	244 899 794,64	352 717 927,73
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>48 083 329 606,35</b>	<b>21 689 943 120,31</b>	<b>26 393 386 486,04</b>	<b>25 802 976 942,60</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
<b>Stocks et encours</b>	10 543 599 209,86	738 647 724,91	9 804 951 484,95	6 550 453 532,15
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients	5 327 265 862,11	1 976 357 046,12	3 350 908 815,99	4 024 729 980,18
Autres débiteurs	1 302 863 667,38	7 500,00	1 302 856 167,38	1 316 376 598,39
Impôts	170 411 184,88	0,00	170 411 184,88	188 887 081,60
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 852 847 170,60	82 435 666,36	3 770 411 504,24	2 785 566 352,32
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>21 215 547 084,02</b>	<b>2 797 447 937,39</b>	<b>18 418 099 146,63</b>	<b>14 884 573 533,83</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>69 298 876 690,37</b>	<b>24 487 391 057,70</b>	<b>44 811 485 632,67</b>	<b>40 687 550 476,43</b>

## ملحق 4-6: جدول ميزانية الخصوم لشركة صيدال لسنة 2020-2021

## 2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe) :

UM: DA

PASSIF	31/12/2021	31/12/2020
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	411 677 000,00	0,00
Autres fonds propres	0,00	411 677 000,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	15 318 040 327,17	14 634 151 624,90
Ecarts de réévaluation	3 055 720 451,96	3 063 429 710,86
Écart d'équivalence	1 838 063 594,82	1 408 146 175,93
Résultat Net	48 694 704,82	189 936 341,33
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 097 023 529,49	-797 268 702,03
Intérêts minoritaires	837 395 665,76	824 482 635,96
<b>TOTAL I</b>	<b>22 912 568 215,05</b>	<b>22 234 554 786,95</b>
<b>PASSIF NON COURANT</b>		
Emprunts et dettes financières	13 825 430 092,80	10 404 842 508,14
Impôts (différés et provisionnés)	7 112 411,32	24 094 670,27
Autres dettes non courantes	322 740 000,00	0,00
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 021 362 673,15	1 626 040 712,04
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>	<b>15 176 645 177,27</b>	<b>12 054 977 890,45</b>
<b>PASSIF COURANT</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 207 198 255,47	1 247 407 073,70
Impôts	121 945 175,14	175 915 917,23
Autres dettes	4 038 233 979,11	4 052 684 542,80
Trésorerie passif	354 894 830,63	922 010 265,30
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>6 722 272 240,35</b>	<b>6 398 017 799,03</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>44 811 485 632,67</b>	<b>40 687 550 476,43</b>

## ملحق 4-7: جدول حساب النتائج لشركة صيدال لسنة 2020-2021

## 2.3. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe) :

UM : DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	51/12/2021	51/12/2020	Evolution 2021/2020
Chiffre d'affaires	10 211 439 983,73	9 809 929 760,98	4,09%
Variation stocks produits finis et en cours	997 900 766,87	264 531 468,40	277,23%
Production immobilisée	0,00	0,00	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>11 209 340 750,60</b>	<b>10 074 461 229,38</b>	<b>11,26%</b>
Achats consommés	-4 999 154 719,75	-4 245 356 684,94	17,76%
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 885 794,68	-910 765 524,13	17,25%
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-6 067 040 514,43</b>	<b>-5 156 122 209,07</b>	<b>17,67%</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)</b>	<b>5 142 300 236,17</b>	<b>4 918 339 020,31</b>	<b>4,55%</b>
Charges de personnel	-3 944 240 090,42	-3 609 396 024,60	9,28%
Impôts, taxes et versements assimilés	-162 116 139,62	-201 768 850,04	-19,65%
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 035 944 006,13</b>	<b>1 107 174 145,67</b>	<b>-6,43%</b>
Autres produits opérationnels	175 408 940,73	205 038 628,28	-14,45%
Autres charges opérationnelles	-75 130 256,23	-109 057 603,07	-31,11%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 036 215 417,74	-1 088 338 701,82	-4,79%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	326 911 529,02	214 605 132,80	52,33%
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>426 918 801,91</b>	<b>329 421 601,86</b>	<b>29,60%</b>
Produits financiers	177 090 776,00	129 016 705,12	37,26%
Charges financières	-105 692 416,20	-154 762 522,08	-31,71%
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>71 398 359,80</b>	<b>-25 745 816,96</b>	<b>-377,32%</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)</b>	<b>498 317 161,71</b>	<b>303 675 784,90</b>	<b>64,10%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-100 897 797,00	-88 374 651,00	14,17%
Impôts différés (variation) sur résultats ordinaires	25 670 878,24	-19 069 142,98	-234,62%
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>11 888 751 996,35</b>	<b>10 623 121 695,58</b>	<b>11,91%</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-11 517 003 509,88</b>	<b>-10 388 751 418,70</b>	<b>10,86%</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>371 748 486,47</b>	<b>234 370 276,88</b>	<b>58,62%</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>/</b>
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>371 748 486,47</b>	<b>234 370 276,88</b>	<b>58,62%</b>
Résultats minoritaires	19 855 956,80	-592 334,84	-3452,15%
Part dans le résultat des Sociétés mises en équivalence	-342 909 738,46	-43 841 600,71	682,16%
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>48 694 704,82</b>	<b>189 936 341,33</b>	<b>-74,36%</b>

## ملحق 4-8: جدول تدفقات الخزينة لشركة صيدال لسنة 2020-2021

## 2.4. Tableau des flux de trésorerie (Consolidé Groupe) :

UM : DA

DESIGNATION	31/12/2021	31/12/2020
<b>Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles</b>		
Encaissement reçu des clients	9 390 786 714,93	10 730 702 771,99
sommes versées aux fournisseurs et aux personnels	- 8 538 534 497,81	- 11 216 895 447,63
Intérêts et autres frais financiers payés	- 138 474 754,35	- 413 628 092,97
Impôts sur les résultats payés	- 75 573 533,00	- 122 858 267,04
<b>Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires</b>	<b>- 1 395 218 322,28</b>	<b>656 429 815,37</b>
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires (à préciser)		
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)</b>	<b>- 1 395 218 322,28</b>	<b>656 429 815,37</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement</b>		
Décassements sur acquisition d'immobilisations corporelles ou incorporelles	- 198 592 706,71	- 166 695 000,24
Encaissement sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles	12 689 717,30	1 302 925,00
Décassements sur acquisition d'immobilisations financières	- 1 000 000,00	- 1 002 300 000,00
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières	2 300 000,00	1 500 000 000,00
Intérêt encaissés sur placements financiers	83 015 000,00	66 187 500,00
Dividendes et quote-part de résultats reçus	10 559 582,00	31 281 518,79
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissements (B)</b>	<b>- 91 028 407,41</b>	<b>429 776 943,55</b>
<b>Flux de trésorerie provenant des activités de financement</b>		
Encaissement suite à l'émission d'actions	0,00	0,00
Dividendes et autres distributions effectués	- 13 820 340,50	- 52 434 670,50
Encaissements provenant d'emprunts	3 425 126 471,17	240 697 983,98
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes et assimilées	- 437 009 921,12	- 530 329 328,35
<b>Flux de trésorerie net provenant des activités de financements (C)</b>	<b>2 974 296 209,55</b>	<b>- 342 066 014,87</b>
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi-liquidité	10 818,91	25 085,93
<b>Variation de trésorerie de la période (A+B+C)</b>	<b>1 488 060 298,77</b>	<b>744 165 829,98</b>
Trésorerie et équivalents de trésorerie à l'ouverture de l'exercice	2 009 892 041,20	1 265 726 211,22
Trésorerie et équivalents de trésorerie à la clôture de l'exercice	3 497 952 339,97	2 009 892 041,20
<b>Variation de trésorerie de la période</b>	<b>1 488 060 298,77</b>	<b>744 165 829,98</b>
<b>Rapprochement avec le résultat comptable</b>	<b>48 694 704,82</b>	<b>189 936 341,33</b>
	<b>1 439 365 593,95</b>	<b>554 229 488,65</b>