

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعريش

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

قسم: علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية

بغنوان:

أثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

(دراسة قياسية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر لسنة 2024)

تحت إشراف الأستاذ:

العمراوي زوبير

من إعداد الطالبتين:

- مسعودان منال

- سعود نسرين

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	أستاذ محاضر "أ"	يسعد آسيا
مشرفا	أستاذ محاضر "أ"	د. زوبير العمراوي
ممتحنا	أستاذ محاضر "أ"	بوقرة محبوب

السنة الجامعية 2026/2025



إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

قال الله تعالى

{يرفع الله الذين آمنوا منكم والذين أوتوا العلم درجات}

الآية 11 من سورة المجادلة

أهدي هذا النجاح إلى من أحمل اسمه بكل فخر.

إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق العلم.

إلى من كلله الله بالهيبة والوقار...إلى أبي الغالي.

إلى من كان دعاؤها سر نجاحي، إلى من حاكت سعادتي بخيوط منسوجة من قلبها.

إلى بسملة الحياة وسر الوجود...إلى أمي.

إلى رفاق العمر وسند الأيام...إلى مصدر قوتي ودعمي.

إلى إخوتي.

إلى كل من ساندني للوصول.

مسعودان منال

إهداء

أهدي هذا العمل إلى من كلله الله بالهيبة والوقار

إلى من أحمل اسمه بكل افتخار، إلى من علمني العطاء بدون انتظار، والذي العزيز.
وإلى من كان دعاؤها سر نجاحي، إلى زينة حياتي وصديقتي وأغلى الأحاب، أُمي
الغالية.

وإلى زوجي العزيز، سندي وشريك دربي، الذي رافقني بدعمه وتشجيعه طوال هذه
المسيرة،

فكان خير معين لي في بلوغ هذه اللحظة.

وإلى إخوتي وأخواتي، وإلى عائلة زوجي الكريمة، الذين كانوا لي عوناً بعد الله،
وشاركوا قلبي فرحة كل خطوة نحو هذا النجاح، أسأل الله أن يجزيهم خير جزاء.

سعود نسرين

شكر وعرفان

قال الله عز وجل في محكم تنزيله:

{فاذكروني أذكركم واشكروا لي ولا تكفرون}، الآية رقم 152 من سورة البقرة

وعملًا بقوله صلى الله عليه وسلم: {من صنع اليكم معروفًا فكافئوه فإن لم تجدوا ما

تكافئونه فادعوا له حتى تروا أنكم قد كافأتموه}. رواه أبو داود والنسائي.

أولاً، نشكر الله ونحمده آناء الليل وأطراف النهار على نعمه التي لا تعد ولا تحصى
ومنه وتوفيقه على إتمام هذا العمل.

اعترافاً بالفضل لأهله، نتقدم بجزيل الشكر والامتنان وخالص الشكر والعرفان

إلى الأستاذ العمراوي زوبير الذي شرفنا بقبوله الإشراف على هذه المذكرة وعلى

دعمه وتوجيهاته القيمة فجزاه الله خيراً ووفقه.

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. ولتحقيق هذا الهدف تم الاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي لعينة تتكون من 30 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الجزائر تنشط في قطاع الصناعات الغذائية لسنة 2024، تم قياس سياسات الاستثمار في رأس المال العامل مع متغيرات انضباطية تتعلق بالرافعة المالية للمؤسسة، حجم المؤسسة وعمرها وتم قياس الأداء المالي بمعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.

أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لسياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. كما أظهرت النتائج أن عمر المؤسسة له أثر سلبي ذو دلالة إحصائية على الأداء المالي لهذه المؤسسات مقارنة بحجم المؤسسة والرافعة المالية.

الكلمات المفتاحية: سياسات الاستثمار في رأس المال العامل، الأداء المالي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الأصول المتداولة، الخصوم المتداولة.

Abstract:

This study aims to examine the impact of working capital investment policies on the financial performance of small and medium-sized enterprises (SMEs) in Algeria. To achieve this objective a linear regression approach was employed using a sample of 30 Algerian SMEs operating in the food manufacturing sector during the year 2024. Working capital investment policies were measured alongside several control variables, namely financial leverage, firm size and firm age. Financial performance was assessed using Return on Assets (ROA) and Return on Equity (ROE).

The study results showed no statistically significant effect of working capital investment policies on the financial performance of small and medium-sized enterprises (SMEs). The results also indicated that enterprise age has a statistically significant negative impact on the financial performance of these enterprises compared to enterprise size and leverage.

Keywords: Working Capital Investment Policies, Financial Performance, Small and Medium-Sized Enterprises (SMEs), Current Assets, Current Liabilities.

فهرس المحتويات

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
	الإهداء
	شكر وعرفان
	ملخص الدراسة
I	قائمة المحتويات
VI	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
XII	قائمة الملاحق
XV	قائمة الاختصارات والرموز
أ-هـ	مقدمة
	الفصل الأول: الأسس النظرية للدراسة
7	المبحث الأول: الإطار النظري لمتغيرات الدراسة
7	المطلب الأول: سياسات الاستثمار في رأس المال العامل
7	أولاً: تطور مفهوم رأس المال العامل
8	ثانياً: تعريف سياسات الاستثمار في رأس المال العامل
12	ثالثاً: خصائص سياسات الاستثمار في رأس المال العامل
13	رابعاً: الفرق بين السياسات الاستثمارية والسياسات التمويلية
13	خامساً: إدارة مكونات عناصر رأس المال العامل
17	سادساً: العوامل المؤثرة في حجم الاستثمار في رأس المال العامل
18	المطلب الثاني: عموميات حول الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
18	أولاً: مفهوم الأداء المالي
20	ثانياً: مفهوم تقييم الأداء المالي
22	ثالثاً: مؤشرات تقييم الأداء المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
26	رابعاً: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

30	المطلب الثالث: العلاقة بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
30	أولاً: تأثير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على معدل العائد على الاستثمار
31	ثانياً: تأثير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على معدل العائد على حقوق الملكية
32	ثالثاً: تأثير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على السيولة
33	رابعاً: سياسات الاستثمار في رأس المال العامل ومستوى المخاطر المالية
36	المبحث الثاني: الدراسات السابقة ومقارنتها مع الدراسة الحالية
36	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية واللغة الأجنبية
36	أولاً: الدراسات السابقة باللغة العربية
38	ثانياً: الدراسات باللغة الأجنبية
40	المطلب الثاني: مقارنة الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة
40	أولاً: أوجه الشبه
41	ثانياً: أوجه الاختلاف
42	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي
45	المبحث الأول: الطريقة المعتمدة والأدوات المستخدمة
45	المطلب الأول: الطريقة المستخدمة
45	أولاً: نموذج الدراسة
48	ثانياً: الأدوات المستخدمة في الدراسة
52	المطلب الثاني: مجتمع، عينة الدراسة ومصادر جمع المعلومات
52	أولاً: مجتمع وعينة الدراسة
54	ثانياً: مصادر جمع المعلومات
55	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج
55	المطلب الأول: التحليل الوصفي وتحليل الانحدار الخطي البسيط

55	أولاً: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
57	ثانياً: اختبار الشروط الأساسية للنموذج الخطي
59	ثالثاً: دراسة مصفوفة الارتباط
60	رابعاً: عرض نتائج الانحدار الخطي البسيط
63	المطلب الثاني: تحليل الانحدار الخطي المتعدد
63	أولاً: تقدير نموذج الانحدار
68	المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة
71	خلاصة الفصل الثاني
73	الخاتمة
76	قائمة المراجع
79	الملاحق

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
12	خصائص السياسات الاستثمارية	01
22	نسب السيولة ودلالاتها المالية	02
23	نسب المردودية ودلالاتها المالية	03
23	نسب القيمة السوقية	04
24	النسب المالية لتحليل النتيجة والخزينة	05
25	نسب النشاط	06
26	نسب الملاءة المالية	07
28	معايير تصنيف المؤسسات في الجزائر	08
28	معايير تصنيف المؤسسات حسب البنك الدولي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	09
29	تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب توصية الاتحاد الأوروبي لسنة 2003	10
53	توزيع عينة الدراسة حسب رقم أعمال المؤسسة	11
55	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	12
59	اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات	13
60	مصفوفة معاملات الارتباط	14
60	نتائج اختبار عامل تضخم التباين (VIF)	15
61	نتائج تحليل انحدار معدل العائد على الأصول على سياسات الاستثمار في رأس المال العامل	16
63	نتائج تحليل انحدار معدل العائد على حقوق الملكية على سياسات الاستثمار في رأس المال العامل	17
64	تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الأول	18
66	تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الثاني	19

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
10	التوزيع الهيكلي للأصول والخصوم وفق سياسات تمويل رأس المال العامل	01
11	العلاقة التبادلية بين المردودية، المخاطرة وحجم الأصول في ظل سياسات الاستثمار	03
15	مراحل دورة التحويل النقدي	02
46	العلاقة الافتراضية بين المتغير التابع (الأداء المالي) والمتغيرات المستقلة	04

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
80	قائمة المؤسسات عينة الدراسة	01

قائمة الاختصارات والرموز

قائمة الرموز والمختصرات

الاختصار		الدلالة
		باللغة العربية
		باللغة الأجنبية
ROA	معدل العائد على الأصول	Return on Assets
ROE	معدل العائد على حقوق الملكية	Return on Equity
ROI	معدل العائد على الاستثمار	Return on Investment
WCI	سياسات الاستثمار في رأس المال العامل	Working Capital Investment Policies
FP	الأداء المالي	Financial Performance
الم ص م	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	

مقدمة

يشهد الاقتصاد المعاصر تحولات متسارعة فرضتها العولمة والتطور التكنولوجي واشتداد حدة المنافسة، مما فرض على المؤسسات الاقتصادية بمختلف أحجامها ضرورة رفع كفاءتها المالية والإدارية كشرط أساسي لضمان استمراريته وتحقيق الأداء المالي المستهدف.

وفي قلب هذا المشهد الاقتصادي، برزت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر كركيزة أساسية للنمو، نظراً لدورها الفعال في خلق فرص العمل وتنشيط الحركة الاقتصادية. ورغم ما تتمتع به هذه المؤسسات من مرونة، إلا أنها تواجه تحديات جسيمة في التوازن المالي، لا سيما ما يرتبط منها بإدارة الموارد المالية قصيرة الأجل؛ حيث تبرز "إدارة رأس المال العامل" كأحد أهم محددات الأداء المالي.

تتجسد هذه الإدارة من خلال سياسات الاستثمار في رأس المال العامل، والتي تُعد الإطار الناظم لتسيير النقدية، المخزونات، والذمم المدينة والالتزامات قصيرة الأجل. إن اختيار السياسة الاستثمارية المناسبة لا يمثل مجرد إجراء إداري، بل هو قرار استراتيجي ينعكس بشكل مباشر على الأداء المالي للمؤسسة؛ إذ إن الإفراط في الاستثمار يؤدي قد إلى تجميد الموارد وتقليص المردودية، في حين أن التقليل الحاد قد يهدد الملاءة المالية ويعرض المؤسسة لخطر العسر المالي.

من هذا المنطلق، يبرز التحدي الأبرز أمام المسيرين الماليين في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البحث عن "التوليفة المثالية" التي توازن بين مقتضيات السيولة وأهداف المردودية، في ظل مفاضلة مستمرة بين العائد والمخاطرة. وعليه، تكتسي دراسة أثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي لهذه المؤسسات أهمية بالغة.

إشكالية الدراسة

تعتبر إدارة رأس المال العامل من أكثر المهام التي تشغل المسير المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يوميا، حيث يجد نفسه أمام حتمية الموازنة بين سياسة استثمارية توفر قدرا كافيا من السيولة لتفادي مخاطر العسر المالي، وبين ضرورة تحقيق مستويات ربحية تنافسية. إن أي خلل في هذا التوازن قد ينعكس

مباشرة على استدامة المؤسسة وأدائها المالي العام. من هذا المنطلق، تتمحور إشكالية الدراسة حول التساؤل الرئيسي التالي:

كيف تؤثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟
ولإحاطة بمختلف جوانب هذه الإشكالية، تم تدعيم الإشكالية الرئيسية السابقة بمجموعة من الأسئلة الفرعية وهي كالتالي:

- ما مدى تأثير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على معدل العائد على الأصول (ROA) في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟
- ما مدى تأثير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟
- هل يختلف مستوى أثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي باختلاف حجم المؤسسة، عمرها ورافعتها المالية؟

✚ فرضيات الدراسة

للإجابة عن إشكالية الدراسة والأسئلة الفرعية، يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى:** يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لسياسات الاستثمار في رأس المال العامل على معدل العائد على الأصول (ROA) في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- الفرضية الثانية:** يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لسياسات الاستثمار في رأس المال العامل على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- الفرضية الثالثة:** يوجد أثر ذات دلالة إحصائية للمتغيرات الضابطة (حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، والرافعة المالية) على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (ROA و ROE).

✚ **أهمية الدراسة:** تكتسي هذه الدراسة أهمية نظرية وتطبيقية يمكن إبرازها من خلال العناصر التالية:

- تزويد المسيرين الماليين بآليات تساعد على تقييم أثر قراراتهم المتعلقة بإدارة رأس المال العامل على الأداء المالي العام للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- إبراز المخاطر المالية المترتبة عن سوء إدارة الأصول المتداولة، وما قد يترتب عنها من اختلال في مستويات السيولة والمردودية.

- تقديم توصيات عملية مبنية على نتائج ميدانية، قد تساهم في تحسين مستوى المردودية وضمان توازن أفضل بين المردودية والسيولة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

🚩 أهداف الدراسة

- تسعى هذه الدراسة إلى الإجابة عن الإشكالية المطروحة، وذلك من خلال تحقيق الأهداف التالية:
- التعرف على طبيعة السياسات الاستثمارية المتبعة فعليا في إدارة الأصول المتداولة داخل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر محل الدراسة وتصنيفها (مغامرة، معتدلة، محافظة).
 - تحليل وقياس مدى مساهمة سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والمتغيرات المستقلة المختارة في الدراسة في تفسير الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
 - الوصول إلى مجموعة من النتائج العلمية التي قد تساهم في ترشيد القرارات المالية للمديرين، بما يضمن تحسين الأداء المالي وضمان استدامتها.

🚩 منهج الدراسة

اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الاستنباطي، القائم على مراجعة الأدبيات والدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والأداء المالي، ومن ثم صياغة فرضيات بحثية قابلة للاختبار.

وللتحقق من هذه الفرضيات، يتم استخدام أسلوب كمي يعتمد على النماذج القياسية، وبالأخص نموذج الانحدار الخطي المتعدد، بهدف قياس أثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وبعد إجراء الاختبارات الإحصائية المناسبة وتحليل النتائج، يتم الوصول إلى استنتاجات يمكن تعميمها في حدود مجتمع الدراسة وشروطها المنهجية.

🚩 أسباب اختيار الموضوع

توجد أسباب متعددة لاختيار هذا الموضوع منها ما هو ذاتي ومنها م هو موضوعي، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- قلة الدراسات التطبيقية التي تناولت تأثير سياسات رأس المال العامل على الأداء المالي في السياق المحلي.
- أهمية الموضوع في مساعدة المديرين الماليين على تحسين قراراتهم المتعلقة بالسيولة والمردودية.

- الاهتمام بفهم العلاقة بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل ومستوى الأداء المالي، خاصة في ظل بيئة اقتصادية تتسم بعدم الاستقرار.

✚ صعوبات الدراسة

- واجهت الدراسة مجموعة من الصعوبات المنهجية والتطبيقية، تمثلت أساساً فيما يلي:
- صعوبة الحصول على القوائم المالية الكاملة والحديثة للمؤسسات محل الدراسة، وهو ما حدّ من توسيع قاعدة البيانات وتحليلها بشكل أكثر شمولية.
 - محدودية المراجع المتخصصة التي تتناول بشكل مباشر موضوع سياسات الاستثمار في رأس المال العامل داخل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الأمر الذي صعّب عملية المقارنة مع الدراسات السابقة.
 - واجهت الدراسة نقصاً في بعض البيانات التفصيلية المتعلقة بمكونات رأس المال العامل، مثل عناصر الأصول المتداولة، مما استدعى الاعتماد على المؤشرات الإجمالية في التحليل بدل التفصيل الدقيق لبعض الجوانب.

✚ هيكل الدراسة

للإجابة على الإشكالية المطروحة قسمنا المذكرة إلى فصلين، الفصل الأول يتضمن الإطار النظري للموضوع، حيث قسم إلى مبحثين، المبحث الأول خاص بالإطار المفاهيمي لمتغيرات الدراسة. أما المبحث الثاني خاص بالدراسات السابقة، أما في الفصل الثاني فتطرقنا إلى الدراسة التطبيقية تمثلت في دراسة قياسية لأثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لعينة من المؤسسات الجزائرية خلال سنة 2024، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تم فيه تقديم منهجية اعداد الدراسة التطبيقية والإحصاءات الوصفية، أما المبحث الثاني خاص بنتائج التحليل المتوصل إليها واختبار فرضيات الدراسة.

✚ حدود الدراسة:

- **الحدود الزمنية:** تعد هذه الدراسة دراسة مقطعية تغطي بيانات السنة المالية 2024.
- **الحدود المكانية:** تمتد الحدود المكانية للدراسة لتشمل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في الصناعات الغذائية، تم اختيار عينة من مختلف ولايات الوطن، قد تم الاعتماد في جمع البيانات على قاعدة بيانات المركز الوطني للسجل التجاري.

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي لسياسات رأس المال
العامل وتقييم الأداء المالي في المؤسسات
الصغيرة والمتوسطة

تمهيد

تعد إدارة رأس المال العامل من أهم القرارات المالية داخل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظرا لارتباطها المباشر بتسيير النشاط اليومي للمؤسسات وقدرتها على الموازنة بين ضرورة توفير السيولة الكافية وضمان تعظيم المردودية. وتعد سياسات الاستثمار في رأس المال العامل انعكاسا للتوجه الاستراتيجي للإدارة في التعامل مع الأصول المتداولة، وما يرتبط بذلك من مفاضلة بين العائد والمخاطرة، الأمر الذي ينعكس بصورة مباشرة على استقرار الأداء المالي للمؤسسات وقدرتها التنافسية.

ومن أجل الإحاطة بمختلف جوانب هذا الموضوع، سيتم في هذا الفصل التطرق إلى الأسس النظرية والمفاهيمية لرأس المال العامل وسياسات الاستثمار المرتبطة به، مع التعرف على ماهية الأداء المالي وأهم مؤشرات قياسه. كما سيتم استعراض أبرز الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للدراسة.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

المبحث الأول: الإطار النظري لمتغيرات الدراسة

للاحاطة بموضوع أثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يقتضي الأمر ضبط المفاهيم الأساسية المرتبطة بمتغيرات الدراسة. فالفهم الدقيق لماهية رأس المال العامل ومكوناته، وكيفية صياغة السياسات الاستثمارية المرتبطة بإدارته، يعد مدخلا أساسيا لفهم طبيعة القرارات المالية قصيرة الأجل وانعكاساتها على الأداء المالي. وعليه سيتم في هذا المبحث تحديد المفاهيم المتعلقة برأس المال العامل وسياسات الاستثمار فيه، إضافة إلى التعريف بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها مجال الدراسة.

المطلب الأول: سياسات الاستثمار في رأس المال العامل

أولاً: مفهوم رأس المال العامل

يوجد مفهومان أساسيان لرأس المال العامل، يتمثلان في صافي رأس المال العامل وإجمالي رأس المال العامل.

أ. صافي رأس المال العامل: (Net working capital)

يشير هذا المفهوم إلى¹ الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، فالأصول المتداولة هي تلك الأصول التي يتم تحويلها إلى نقدية خلال فترة زمنية قصيرة، تكون أقل من سنة، وتتكون من النقدية، المخزونات والذمم المدينة. أما الخصوم المتداولة فهي الالتزامات المالية التي تستحق السداد خلال فترة قصيرة الأجل لا تتجاوز السنة، ومن أهم عناصرها: الموردون، أوراق الدفع والقروض المصرفية قصيرة الأجل. ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{صافي رأس المال العامل (NWC)} = \text{الأصول المتداولة} - \text{الخصوم المتداولة}$$

حيث أن:

$NWC < 0$: معناه أن الموارد الدائمة تغطي الاستخدامات الثابتة مع وجود فائض يستخدم في تمويل دورة

الاستغلال، وهو ما يعكس وجود هامش أمان مالي للمؤسسة.

$NWC > 0$: معناه أن المؤسسة تمول جزءا من استثماراتها طويلة الأجل باستخدام موارد مالية قصيرة

الأجل مما يشير إلى وجود اختلال في التوازن المالي.

¹ الطيب كرشوش، المالية في المؤسسة الاقتصادية: التشخيص المالي وتسيير الخزينة، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2018، ص 85-86.

$NWC = 0$: معناه وجود توازن مالي، حيث تتعادل الموارد الدائمة مع الاستخدامات الثابتة.

ب. إجمالي رأس المال العامل:

يقصد بإجمالي رأس المال العامل مجموع الأصول المتداولة وهي "تلك الأصول التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال عام. وتتضمن هذه الأصول بالإضافة إلى النقدية ذاتها الاستثمارات المؤقتة، والذمم، والمخزون السلعي"¹، كما يمكن تقسيم الأصول المتداولة إلى نوعين أساسيين²:

- **الأصول المتداولة الدائمة:** وهي الحد الأدنى من الأصول المتداولة الذي تحتاجه المؤسسة بصورة مستمرة لضمان السير العادي لنشاطها، ويتمثل ذلك في ضرورة الاحتفاظ بحد أدنى من المواد الخام، البضائع، المنتجات قيد التصنيع والمنتجات تامة الصنع، إضافة إلى وجود حد أدنى من النقدية في الصندوق أو الحسابات البنكية للمؤسسة، ويعرف هذا المستوى الأدنى من النقدية بالرصيد الأدنى للنقدية³.

- **الأصول المتداولة المؤقتة:** تتمثل الأصول المتداولة المؤقتة في الزيادات التي تطرأ على حجم الأصول المتداولة بصورة موسمية أو ظرفية، نتيجة التقلبات في النشاط التجاري وارتفاع حجم المبيعات خلال فترات معينة، حيث ينعكس ذلك على زيادة مؤقتة في عناصر النقدية أو الذمم المدينة أو المخزون، قبل أن تنخفض أحجام هذه الحسابات إلى مستوياتها العادية بانتهاء الدورة التجارية. ونظرا للطبيعة قصيرة الأجل لهذه الأصول، فإنه يفضل تمويلها باستخدام مصادر قصيرة الأجل تتناسب مع مدة استخدامها.

ثانيا: تعريف سياسات الاستثمار في رأس المال العامل

لا يقتصر دور الإدارة المالية على تحديد حجم رأس المال العامل فحسب، بل يمتد ليشمل وضع استراتيجية واضحة لإدارة الأصول المتداولة بما يخدم أهداف المؤسسة المالية والتشغيلية. وتعرف سياسات الاستثمار في رأس المال العامل بأنها مجموعة القرارات والإجراءات المتعلقة بتحديد مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة، بما في ذلك تحديد المستوى الأمثل للنقدية، تحديد سياسة الائتمان التجاري من حيث مدة البيع الآجل وفترات التحصيل ومعدل وفترة الخصم وفترة التسديد، إضافة إلى تحديد سياسة إدارة المخزون بما يضمن الوصول تحديد الحجم الأمثل للمخزون⁴.

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، ط 6، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 193.

² المجمع الدولي العربي للمحاسبين القانونيين، المحاسبة الإدارية والإدارة المالية، عمان، الأردن، ج2، ط 2014، ص ص 100-101.

³ عبد الله السنفي، الإدارة المالية، ط 2، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، اليمن، 2013، ص 278.

⁴ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2013، ص 172.

تتأثر هذه السياسات بدرجة كبيرة بفلسفة المسير المالي وقدرته على تحمل المخاطر¹، حيث يميز الفكر المالي ثلاث توجهات استراتيجية رئيسية في إدارة رأس المال العامل:

1.2. السياسة المجازفة (الهجومية، المغامرة، الجريئة، المقيدة):

تعتمد هذه السياسة على الحفاظ على مستويات منخفضة من الأصول المتداولة مقارنة بحجم النشاط، ورصيدي حسابات الدائنين والمستحقات غير المسددة عند أعلى مستوى ممكن لكل منهما، مع توجيه الموارد بشكل أكبر نحو الاستثمار في الأصول الثابتة بهدف تعظيم العائد. ورغم أن هذا التوجه قد يساهم في الرفع من معدلات المردودية إلا أنه في المقابل يزيد من احتمالية الوقوع في مخاطر العسر المالي² أو نقص السيولة المفاجئ.

2.2. السياسة المحافظة (الدفاعية، المتراخية):

تقوم هذه السياسة على الاحتفاظ بمستويات مرتفعة نسبياً من الأصول المتداولة لمواجهة أي تقلبات محتملة في المبيعات أو تأخر في تحصيل الذمم المدينة. تركز هذه السياسة على تقليل المخاطر لأدنى حد لها من خلال تقليل مخاطر نفاذ رصيد الأصول المتداولة. وفق هذه السياسة، تمثل الزيادة غير الضرورية في الأصول المتداولة أموالاً معبئة في استثمارات عاطلة لا يتولد عنها أي عائد³، لكنها غالباً ما تؤدي إلى انخفاض المردودية نتيجة تجميد جزء من الأموال⁴ في أصول سائلة أو شبه سائلة لا تحقق عائداً مرتفعاً. وفي إطار هذه السياسة، تسعى المؤسسة إلى الاحتفاظ بكميات مرتفعة نسبياً من النقدية والمخزونات، كما قد تعتمد على سياسة ائتمان مرنة تهدف إلى تنشيط المبيعات⁵، من خلال منح الزبائن فترات تسديد أطول غير أن هذا التوجه قد يحرم المؤسسة من الاستفادة من مزايا المقترنة بالتمويل الذي توفره حسابات الدائنين والمستحقات غير المسددة في المدى القصير.

¹ خليل محمد حسن الشماع، الإدارة المالية، مطبعة الخلود، ط 4، بغداد، 1992، ص 190.

² المرجع نفسه.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 192.

⁴ محمود فتوح وآخرون، الإدارة المالية (3)، القرارات التمويلية التكتيكية، الإدارة المالية قصيرة الأجل، مواضيع متقدمة في الإدارة المالية، شعاع، حلب، سوريا، 2019، ص 53.

⁵ المرجع نفسه، ص 219.

3.2. السياسة المعتدلة (المتوازنة، المثالية)

تهدف هذه السياسة إلى تحقيق توازن بين العائد والمخاطرة، إذ تمثل حلا وسطا بين السياسة المحافظة والسياسة الجريئة. وتعتمد على مبدأ المواءمة بين طبيعة الأصول ومصادر تمويلها، بحيث تمول الأصول المتداولة الدائمة بمصادر تمويل طويلة الأجل، في حين تمول الأصول المتداولة المؤقتة بمصادر تمويل قصيرة الأجل، بما يضمن مستوى مناسباً من السيولة دون التضحية بالمردودية. يمكن توضيح التباينات الهيكلية بين السياسات الثلاث من خلال المخطط البياني التالي:

الشكل رقم (1): التوزيع الهيكلي للأصول والخصوم وفق سياسات تمويل رأس المال العامل.

المحافظة		المغامرة		المعتدلة	
الخصوم غير المتداولة	الأصول الثابتة	الخصوم غير المتداولة	الأصول الثابتة	الخصوم غير المتداولة	الأصول الثابتة
	الأصول المتداولة الدائمة	الخصوم المتداولة	الأصول المتداولة الدائمة	الخصوم المتداولة	الأصول المتداولة الدائمة
	الأصول المتداولة المؤقتة		الأصول المتداولة المؤقتة		الأصول المتداولة المؤقتة

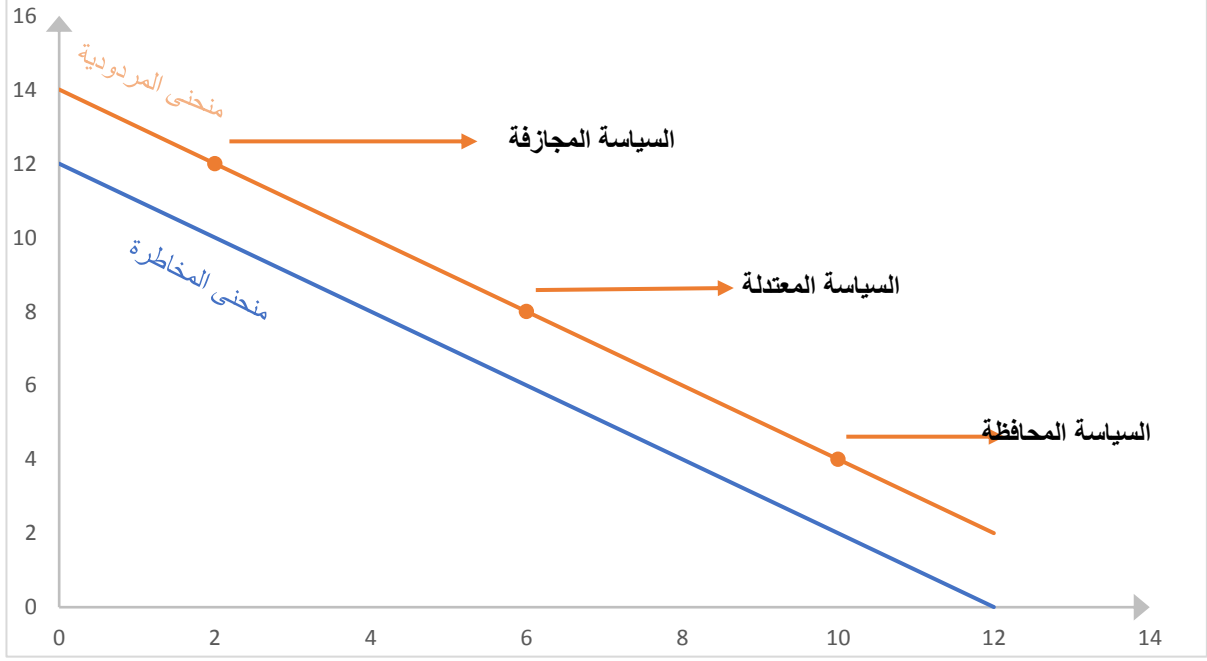
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المراجع السابقة.

ولتجسيد العلاقة بين مستويات السيولة والمردودية والمخاطرة في ظل السياسات المذكورة سابقا، يتم

الاستعانة بالشكل رقم (02) الذي يوضح طبيعة هذه الروابط:

الشكل رقم (02): العلاقة التبادلية بين المردودية والمخاطرة وحجم الأصول في ظل سياسات الاستثمار.

مستوى
المردودية
والمخاطرة



حجم الأصول المتداولة (السيولة)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المراجع السابقة.

يظهر الشكل رقم (02) طبيعة العلاقة العكسية بين مستويات السيولة من جهة، والمردودية والمخاطرة

من جهة أخرى، حيث يمكن تمييز أداء المؤسسة وفق ثلاث سياسات أساسية:

- **السياسة المجازفة:** تظهر عند المستويات المنخفضة من الأصول المتداولة (أقصى يسار الشكل البياني)، إذ تسعى المؤسسة إلى تعظيم المردودية من خلال تقليص حجم الأرصدة النقدية غير المستغلة غير أن ذلك يرفع من درجة المخاطرة ويزيد احتمال التعرض للعسر المالي.

- **السياسة المعتدلة:** تقوم على تحقيق التوازن بين المردودية والسيولة مبينة بنقطة التوازن في وسط المنحنى، من خلال الاحتفاظ بمستوى ملائم من الأصول المتداولة يسمح بتلبية الالتزامات المالية دون الإفراط في تجميد الموارد مما يساهم في الحفاظ على الاستقرار المالي للمؤسسة.

- **السياسة المحافظة:** تظهر في أقصى يمين الشكل البياني، حيث تعتمد المؤسسة على زيادة حجم الأصول المتداولة لتوفير "هامش أمان" واسع يقلل من المخاطر إلى أدنى مستوياتها إلا أن ذلك يؤدي لانخفاض معدلات المردودية نتيجة تجميد موارد مالية في أصول قليلة العائد.

ثالثاً: خصائص سياسات رأس المال العامل

من خلال ما سبق يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي تميز كل سياسة من سياسات إدارة رأس المال العامل عن غيرها، وذلك كما يلي¹:

1.3. السياسة المحافظة: تتسم هذه السياسة بالخصائص التالية:

- ارتفاع حجم الاستثمار في رأس المال العامل الإجمالي.
- الاعتماد المحدود على المديونية قصيرة الأجل مما يعزز الأمان المالي.
- ارتفاع نسبة التداول، الأمر الذي يساهم في انخفاض مخاطر السيولة.
- المحافظة على مستويات مرتفعة من السيولة لضمان القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل.

2.3. السياسة المعتدلة: تقوم هذه السياسة على تحقيق التوازن بين السيولة والمردودية، ومن أبرز خصائصها:

- اعتماد حجم استثمار معتدل ومدرّوس في رأس المال العامل يتناسب مع احتياجات المؤسسة.
- التوازن بين مصادر التمويل قصيرة الأجل وطويلة الأجل وفق طبيعة الاحتياجات التمويلية.
- تحقيق مستوى مقبول من العائد مع المحافظة على درجة مناسبة من السيولة.
- الحد من مخاطر السيولة دون التأثير المرتفع على المردودية.

3.3. السياسة المجازفة: تهدف هذه السياسة إلى تعظيم المردودية وتتميز بما يلي:

- انخفاض حجم الاستثمار في رأس المال العامل إلى حده الأدنى.
- الاعتماد المرتفع على التمويل قصير الأجل بما في ذلك جزء من الأصول الثابتة.
- انخفاض كلفة التمويل الإجمالي، مما ينعكس إيجاباً على معدل العائد على الأصول وحقوق الملكية.
- انخفاض نسبة التداول بشكل ملحوظ، مما يرفع من مخاطر السيولة في المؤسسة.

الجدول رقم (01): خصائص السياسات الاستثمارية الثلاث.

السياسة	مستوى الاستثمار	العائد	المخاطرة
المحافظة	مرتفع	منخفض	منخفضة
المعتدلة	متوسط	متوسط	متوسطة
المجازفة	منخفض	مرتفع	مرتفعة

المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2013، ص

¹ عبد الغني فؤاد، المنهج الإسلامي للاستثمار في رأس المال العامل، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص ص 37-38.

رابعاً: الفرق بين السياسات الاستثمارية والسياسات التمويلية:

تتعامل إدارة رأس المال العامل مع مسألتين أساسيتين تتمثلان في¹:

- تحديد الحجم الملائم لرأس المال العامل ولكل عنصر من عناصره.

- تحديد كيفية تمويل رأس المال العامل.

وعليه، فإن إدارة رأس المال العامل تعد محصلة لقرارين ماليين أساسيين مترابطين ومتكاملين²، حيث يتعلق القرار الأول بكيفية توظيف الموارد المالية (الاستثمار)، بينما يتعلق الثاني بكيفية توفير هذه الموارد (التمويل). تختص السياسات الاستثمارية لرأس المال العامل بتحديد الحجم الأمثل للأصول المتداولة التي ينبغي للمؤسسة الاحتفاظ بها لضمان السير العادي للنشاط ومواجهة متطلباتها التشغيلية، وذلك من خلال المفاضلة بين السيولة والمردودية.

أما السياسات التمويلية، فتهتم بتحديد الهيكل التمويلي المناسب لتغطية الأصول المتداولة، من خلال اختيار المزيج الملائم بين مصادر التمويل قصيرة الأجل وطويلة الأجل، وفقاً للاعتبارات المرتبطة بالتكلفة والمخاطرة. وعليه يكمن الفرق الجوهري بين النوعين من السياسات يتمثل في أن السياسات الاستثمارية تركز على جانب الأصول، أما السياسات التمويلية فتركز على جانب الخصوم.

خامساً: إدارة مكونات رأس المال العامل:

بعد تحديد السياسة الاستثمارية، يتعين على الإدارة المالية الانتقال إلى المستوى الإجرائي المتمثل في إدارة العناصر المكونة لرأس المال العامل. وتتمثل هذه العملية في وضع القواعد والأسس التي تضمن تحقيق الكفاءة في استخدام الأصول المتداولة³ لضمان عدم تعطل الدورة التشغيلية للمؤسسة وتشمل إدارة هذه العناصر ما يلي:

1.5. إدارة النقدية (Cash Management)

¹ محمود فتوح وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 211.

² خوري نبيل، محاضرات في مقياس السياسات المالية للمؤسسة، مطبوعة بيداغوجية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2022، ص 75.

³ خليل محمد حسن الشماخ، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 187.

تعرف النقدية بأنها الأموال السائلة التي تحتفظ بها المؤسسة سواء داخل الخزينة أو في حساباتها البنكية الجارية، إضافة إلى ما في حكمها من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي يمكن تحويلها إلى نقد بسرعة ودون خسائر تذكر. ويعود احتياج المؤسسة لحيازة النقدية للأسباب التالية¹:

- **المعاملات:** تحتفظ المؤسسة بالنقدية لأداء المدفوعات اليومية المرتبطة بالنشاط التشغيلي مثل شراء المواد الخام ودفع الأجور وتسوية الالتزامات في آجالها.

- **الاحتياط:** عندما تحتفظ المؤسسة بجزء إضافي لمواجهة الظروف غير المتوقعة كالتأخر في التحصيل أو ارتفاع النفقات المفاجئ.

- **المضاربة:** تهدف المؤسسة إلى استغلال الفرص الاستثمارية أو التجارية المؤقتة لتحقيق أرباح إضافية، وهو ما يسمى بدافع المضاربة. وبذلك فإن الاحتفاظ بالنقدية يضمن استمرارية النشاط والاستفادة من الفرص السوقية. ويمكن تعريف إدارة النقدية بأنها عملية تنظيمية تهدف إلى تخطيط ورقابة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، بما يضمن توفر السيولة في الوقت المناسب وبالمستوى الملائم، مع تحقيق التوازن بين متطلبي السيولة والمردودية. إذ إن زيادة مستويات النقدية تعزز من قوة المركز المالي للمؤسسة وتدعم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

وتهدف إدارة النقدية إلى الاحتفاظ بالحد الأدنى من الرصيد النقدي الذي يوازن بين تكلفة الاحتفاظ بالنقد (تكلفة الفرصة البديلة) وبين مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالتزامات العاجلة². وترتبط إدارة النقدية ارتباطاً وثيقاً بمعدل دوران النقدية ودورة التحويل النقدي (Cash Cycle)، حيث تعتبر هذه المؤشرات أدوات أساسية لتقييم كفاءة إدارة السيولة داخل المؤسسة.

كما تسعى إدارة النقدية إلى ضمان الوفاء بالتزامات المالية في آجالها المحددة، مثل الأجور، وشراء المواد الأولية، وسداد الفوائد والضرائب، مع العمل في الوقت نفسه على تقليص حجم الأرصدة النقدية غير المستثمرة إلى أدنى مستوى ممكن، بما يحقق الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة.

وتعرف دورة التحويل النقدي (أو الفجوة التمويلية) بأنها "الفرق بين مجموع متوسط فترة تدوير المخزون ومتوسط فترة التحصيل من جهة ومتوسط فترة سداد الالتزامات من جهة أخرى"³، وعليه، تمثل دورة التحويل

¹ محمود فتوح وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 211.

² المرجع نفسه، ص 187.

³ المرجع نفسه، ص 219.

النقدي المدة الزمنية الفاصلة بين قيام المؤسسة بدفع النقدية اللازمة لتمويل عناصر الاستغلال، كافتناء المواد الأولية وتسديد تكاليف التشغيل، وبين استرجاع هذه النقدية من خلال تحصيل إيرادات بيع المنتجات أو الخدمات. وبذلك، فإنها تعكس الفترة التي تبقى خلالها الأموال المستثمرة في رأس المال العامل خارج الدورة النقدية للمؤسسة. تسعى المؤسسة من خلال إدارة هذه المكونات إلى تقليص الفجوة التمويلية إلى أدنى مستوى ممكن، بما يضمن الحفاظ على الحد الأدنى من السيولة اللازمة لتجنب التعثر المالي وتحقيق استمرارية النشاط. وتحسب وفق العلاقة التالية¹:

دورة النقدية = متوسط فترة تحصيل الزبائن + متوسط فترة تصريف المخزونات - متوسط فترة تسديد الموردين

$$CCC = DIO + DSO - DPO$$

حيث أن:

CCC: دورة النقدية.

DIO : متوسط فترة دوران المخزون.

DSO : متوسط فترة تحصيل الذمم المدينة.

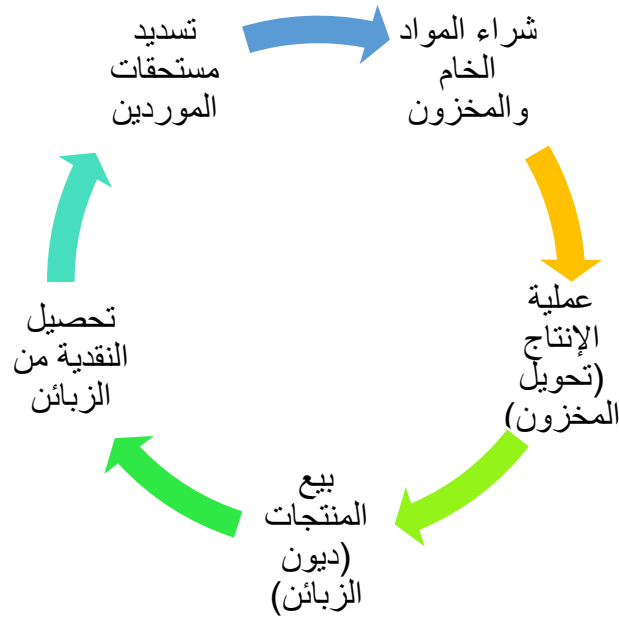
DPO : متوسط فترة سداد الذمم الدائنة.

يبين الشكل رقم (03) مراحل دورة التحويل النقدي، انطلاقاً من إنفاق المؤسسة للنقدية على عناصر

الإنتاج إلى غاية تحصيلها مجدداً من عمليات البيع والتحصيل، مروراً بمختلف مراحل النشاط التشغيلي.

¹ عبد الحليم كراجة، فايز سليم حداد وآخرون، الإدارة والتحليل المالي-أسس مفاهيم وتطبيقات-، دار الصفاء للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2006، ص 125.

الشكل رقم (03): مراحل دورة التحويل النقدي



المصدر: من إعداد الطالبتين

2.5. إدارة المخزون (Inventory Management) :

تعتبر إدارة المخزون من المهام المشتركة لمصلحة إدارة المشتريات والإنتاج وليس من مهام الإدارة المالية، حيث تتولى الأولى تأمين التموين في الوقت المناسب وبالتكلفة المناسبة، بينما تعمل الثانية على ضبط مستويات المخزون بما يضمن استمرارية العملية الإنتاجية دون توقف أو اختناقات، غير أن إدارة المخزون تلعب دوراً رئيسياً في إدارة رأس المال العامل، إذ تهدف إلى ضمان توفر المواد والبضائع اللازمة لاستمرار النشاط دون انقطاع، مع السعي في الوقت نفسه إلى تخفيض التكاليف المرتبطة بالطلب والتخزين إلى أدنى مستوى ممكن. ويتكون المخزون في المؤسسة من المواد الأولية، والمخزون تحت التشغيل، والمنتجات النهائية، إضافة إلى مواد الصيانة وقطع الغيار. كما تعتمد المؤسسة في تسيير مخزونها على أدوات وأساليب علمية أهمها تصنيف المخزون وفق نظام ABC الذي يميز بين الأصناف حسب أهميتها وقيمتها، مما يسمح بتركيز الجهود على الأصناف الأكثر تأثيراً في تكلفة المخزون¹.

¹ Jay Heizer & Barry Rendr, Operations Management: Sustainability and Supply Chain Management, Pearson Education, édition récente, chapitre Inventory Management, P 550.

يعتبر نموذج الكمية الاقتصادية للطلب (EOQ) من أهم النماذج المستخدمة لتحديد الحجم الأمثل للطلبية الذي يحقق أقل تكلفة كلية ممكنة، حيث يوازن بين تكاليف التخزين وتكاليف إصدار أوامر الشراء. ويقوم هذا النموذج على فرضية ثبات الطلب وتكاليف الطلب والتخزين، ويعبر عنه بالعلاقة التي تجعل متوسط المخزون مساوياً لنصف حجم الطلبية، بينما تحدد التكلفة الكلية بجمع تكلفة الاحتفاظ بالمخزون وتكلفة الطلب. كما تستكمل إدارة المخزون بمفاهيم مهمة مثل نقطة إعادة الطلب، ومخزون الأمان لمواجهة تقلبات الطلب والتأخير، إضافة إلى خصومات الكمية التي تؤثر على قرارات الشراء، مع ضرورة مراعاة أثر التضخم الذي قد يدفع المؤسسة إلى زيادة مستويات المخزون للتحوط من ارتفاع الأسعار¹.

3.5. إدارة الحسابات المدينة (Accounts Receivable)

تتعلق إدارة الحسابات المدينة بوضع سياسة الائتمان والتحصيل، حيث تسعى المؤسسة من خلالها إلى زيادة مبيعاتها الآجلة مع الحرص على تقليص فترة التحصيل وتجنب مخاطر الديون المعدومة التي قد تؤثر على سيولة رأس المال العامل². وتعرف الحسابات المدينة بأنها المبالغ المستحقة على الزبائن نتيجة عمليات البيع الآجل، وتشمل أساساً حسابات الزبائن وأوراق القبض. وعند إجراء بيع آجل، ينخفض رصيد المخزون بقيمة تكلفة البضاعة المباعة، ويزداد رصيد حسابات المدينين بقيمة المبيعات، بينما يمثل الفرق بين سعر البيع وتكلفة البضاعة ربحاً للمؤسسة. وترتبط إدارة الذمم المدينة بسياسة الائتمان التجاري التي تحدد حجم المبيعات الآجلة وفترة التحصيل، حيث يتحدد رصيد الحسابات المدينة بعاملين أساسيين هما حجم المبيعات الآجلة ومتوسط فترة التحصيل، بما يعكس العلاقة بين النمو في المبيعات وطول دورة التحصيل.

ويتمثل الهدف الأساسي من إدارة الحسابات المدينة في تحقيق توازن بين المردودية والمخاطرة، من خلال المفاضلة المستمرة بين زيادة المبيعات الناتجة عن منح الائتمان وبين التكاليف والمخاطر المرتبطة بتأخر التحصيل. وتشمل هذه التكاليف: تكاليف التحصيل، وتكلفة الأموال المجمدة في الذمم المدينة، وتكاليف التأخير، إضافة إلى الديون المعدومة. ولتحقيق سياسة ائتمانية فعالة، تعتمد المؤسسة على معايير منح الائتمان مثل الملاءة المالية للزبائن، وتحليل المعلومات المتاحة من مصادر داخلية وخارجية، إلى جانب استخدام أدوات تحليل مثل جدول أعمار الذمم المدينة والنسب المالية، مع ضبط شروط الائتمان من حيث مدة الائتمان، والخصم النقدي، وسياسة التحصيل بما يضمن تعظيم الأرباح وتقليل المخاطر.

¹ عبد الحليم كراجة، مرجع سبق ذكره، ص 205.

² المرجع نفسه، ص 206.

سادسا: العوامل المؤثرة في حجم الاستثمار في رأس المال العامل:

تتحدد مستويات استثمار المؤسسة في الأصول المتداولة بناء على مجموعة من العوامل المتداخلة التي

تؤثر في طبيعة السياسة المتبعة في إدارة رأس المال العامل ومن أهم هذه العوامل¹:

- **طبيعة نشاط المنشأة:** تؤثر طبيعة النشاط الاقتصادي للمؤسسة (صناعي، تجاري، خدمي) بشكل مباشر على حجم الأصول المتداولة المطلوبة، حيث تحتاج المؤسسات ذات الدورات التشغيلية الطويلة نسبيا إلى استثمارات أكبر في المخزون والذمم المدينة لضمان استمرارية النشاط دون انقطاع².

- **حجم المبيعات:** توجد علاقة طردية بين مستوى المبيعات وحجم رأس المال العامل، إذ يؤدي ارتفاع حجم المبيعات إلى زيادة الحاجة إلى الأرصدة النقدية، المخزون والذمم المدينة لتلبية متطلبات النشاط المتزايد.

- **السياسة الائتمانية:** تؤثر شروط الائتمان التي تمنحها المؤسسة لعملائها بشكل مباشر في حجم الحسابات المدينة، حيث يؤدي تبني سياسات ائتمانية مرنة إلى زيادة حجم المبيعات وبالتالي ارتفاع مستوى الاستثمار في رأس المال العامل، مقابل تحمل المؤسسة لمستوى أكبر من المخاطر المرتبطة بالتأخر في التحصيل أو الديون المعدومة.

- **درجة المخاطرة والعائد المستهدف:** يعتمد القرار المالي في إدارة رأس المال العامل على الموازنة بين العائد والمخاطرة، فالإدارة التي تميل لتجنب المخاطر تحتفظ بمستويات عالية من الأصول المتداولة فتتبع سياسة محافظة في ذلك، بينما تسعى المؤسسة الراغبة في تعظيم العائد إلى تقليص هذا الحجم وبالتالي تعتمد على سياسة مجازفة³.

- **كفاءة إدارة الأصول المتداولة:** تلعب كفاءة إدارة المؤسسة دورا مهما في تحديد لحجم الأمثل لكل عنصر من عناصر رأس المال العامل، من خلال استخدام النماذج المالية التي تساعد على ضبط في تحديد المستويات المثلى لكل عنصر، مثل تحديد المستوى الأمثل للأرصدة النقدية أو مستويات التخزين، مما يؤثر في الإجمالي العام لرأس المال العامل⁴.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص 217-218.

² الميداني، محمد أيمن عزت، الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، 1998، ص 221.

³ Moyer, R. Charles and others, Contemporary Financial Management, South-Western, College Publishing, 1995, p. 585.

⁴ Damodaran A swath, Corporate Finance: Theory and practice, Jothnwiley and Sons, 1997, p. 356.

المطلب الثاني: عموميات حول الأداء المالي والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

أولاً: مفهوم الأداء المالي

يتناول هذا المطلب الإطار المفاهيمي للأداء المالي من خلال إبراز مفهومه وأهميته والعوامل المؤثرة فيه، ثم التطرق إلى مفهوم تقييم الأداء المالي وبيان أهدافه ومختلف المراحل التي تمر بها عملية التقييم.

1.1. تعريف الأداء المالي

يعرف الأداء المالي بأنه "أداة قياس تسمح بالحكم على مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها المالية المخططة، وذلك من خلال¹:

- تحديد مستوى الفعالية: وهي قياس مدى مطابقة النتائج المحققة فعلياً مع الأهداف المسطرة مسبقاً.
 - تحديد درجة الكفاءة: العلاقة النسبية بين الموارد المالية المستخدمة والنتائج التي يتم التوصل إليها.
 - القدرة الكسبية: وتعني قدرة المؤسسة على توليد إيرادات مستدامة من أنشطتها الجارية أو الاستثنائية".
- وقد اختلفت تصورات الاقتصاديين والباحثين الماليين لمفهوم الأداء المالي تبعا لاختلاف مناهج التحليل والزوايا التي ينظرون من خلالها إلى المؤسسة إذ نجد مجموعة من المفاهيم وهي كالتالي:

- مفهوم الأمان المالي (النظرية الحديثة): يمثل الأداء المالي مدى تمتع المؤسسة بهامش أمان كاف يحميها من مخاطر العسر المالي أو خطر الإفلاس².

- منظور ماكينزي³ (McKinsey): يربط الأداء المالي مباشرة بمدى قدرة المؤسسة على خلق القيمة ويتم تحليله عبر محاور مثل رافعة خلق القيمة، معدل النمو، ومعدل مردودية الأموال المستثمرة.

- منظور سيرج إيفريت⁴ (Serge Evraert): يعرف الأداء المالي من خلال أربعة محاور أساسية تتفاعل فيما بينها وهي: المردودية المالية، أثر السياسات المالية على مردودية الأموال الخاصة، مساهمة معدل النمو في نجاح السياسة المالية، ومدى تغطية النشاط للمصاريف العامة.

- منظور مبدأ تقييم المؤسسة: يرى فريق من المهتمين أن الأداء المالي هو عملية تشخيص للوضعية المالية للمؤسسة، تهدف إلى معرفة قدرتها على خلق القيمة المستقبلية من خلال دراسة الميزانية وتدفقات جداول حسابات النتائج. وبناء على ما سبق، يمكن تعريف الأداء المالي كما يلي:

¹ دادن عبد الغاني، قياس وتقديم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية -حالة بورصتي الجزائر وباريس-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/ 2007، ص 34.

² المرجع نفسه، ص 35.

³ المرجع نفسه.

⁴ Arnud Thauvron, Evaluation des entreprises, Technique de gestion, Paris, Economico, 2005, p. 23.

"الأداء المالي هو نظام متكامل لتقييم الوضعية المالية للمؤسسة، يعكس قدرة الأداء على الموازنة بين تحقيق أقصى قدر من المردودية مع الحفاظ على مستوى آمن من السيولة (هامش الأمان) لتجنب مخاطر العسر المالي".

2.1. أهمية الأداء المالي:

تظهر أهمية الأداء المالي في المؤسسة من خلال:

- توفير صورة واضحة عن الوضعية المالية للمؤسسة ومدى قدرتها على تحقيق أهدافها.
- المساعدة في تحديد نقاط القوة والضعف من الناحية المالية بما يدعم ترشيد القرارات المالية والإدارية.
- المساهمة في التنبؤ بالأداء المالي المستقبلي واتجاهات نمو المؤسسة.
- إجراء المقارنات بين نتائج المؤسسة ونتائج المؤسسات المماثلة أو مقارنة أدائها عبر فترات زمنية مختلفة.¹
- تعزيز ثقة الأطراف الخارجية مثل المستثمرين والموردين والعملاء من خلال إظهار مستوى الشفافية المالية.²
- إبراز مؤشرات أساسية مثل المردودية والسيولة والتوازن المالي والإنتاجية، بما يساهم في ضمان استمرارية المؤسسة وديمومتها.

ثانياً: مفهوم تقييم الأداء المالي

يتوقف نجاح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على وجود معايير لتقييم الأداء المالي، حيث تساعد على قياس نشاط المؤسسة ومعرفة مدى نجاحها.

1.3. تعريف تقييم الأداء المالي:

رغم تقارب وجهات النظر بين الباحثين حول مفهوم تقييم الأداء المالي، إلا أنه لم يتم التوافق بينهم على

تعريف واحد لهذا المفهوم، ومن بين هذه التعاريف، يوجد ما يلي:

- يعرف التقييم على أنه "النشاط الذي يهدف لقياس أو الحكم على قيمة المساهمة النسبية للعامل في المؤسسة"³.
- كما يعرف أيضاً بأنه "الأداة المستخدمة في التعرف على نشاط المشروع من أجل قياس النتائج المحققة ومقارنتها بالأهداف المرسومة، من أجل التعرف على الانحرافات لتشخيصها وتصحيحها"⁴.

¹ ناظم جواد عبد السيد، محاسبة الجودة: مدخل تحليلي، دار الثقافة، عمان، 2009، ص 139.

²

³ Benoit Ndi zambo. L'évaluation performance : Aspects conceptuels ; Séminaire sur L'évaluation de la performance et le développement, document non publié.

⁴ توفيق محمد عبد المحسن، تقييم الأداء المالي، مدخل جديد لعالم جديد، دار الفكر العربي، مصر، 2003/2004، ص 3.

- كما تم تعريفه بأنه عملية لاحقة لاتخاذ القرار، الهدف منها هو فحص المركز المالي للمؤسسة¹.

مما سبق يمكن تعريف تقييم الأداء المالي كما يلي:

تقييم الأداء المالي هو عملية قياس وتحليل الوضعية المالية للمؤسسة، ومقارنتها بأهداف المؤسسة، من خلال معرفة نقاط القوة ونقاط الضعف. حيث يعمل تقييم الأداء المالي على التركيز على نقاط القوة وتصحيح نقاط الضعف وإعادة توجيهها لتتوافق مع أهداف المؤسسة.

2.3. خطوات تقييم الأداء المالي:

تمر عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر ثلاث مراحل، هي كالتالي:

- **جمع المعلومات الضرورية²:** تقوم عملية تقييم الأداء المالي على توفر المعلومات والبيانات التي تعتبر المورد الأساسي في عملية التسيير، كما يجب أن تكون هذه الأخيرة ذات جودة عالية من أجل الحصول على مخرجات دقيقة لعملة تقييم الأداء المالي، يمكن الحصول على هذه المعلومات من خلال:

■ الملاحظة الشخصية (التواجد في محيط المؤسسة وملاحظة ما يحدث).

■ التقرير الشفوي (تتمثل في الاجتماعات والمحادثات بين الرئيس ومروسيه).

■ التقارير الكتابية (تتمثل في الميزانيات، جدول حسابات النتائج...الخ).

- **قياس الأداء الفعلي³:** في هذه المرحلة يتم اختيار مجموعة من المؤشرات، والتي بدورها تقيس كفاءة وفعالية المؤسسة حيث يكون القياس للأداء كمياً ونوعياً.

- **مقارنة الأداء الفعلي بالأداء المرغوب:** يتم مقارنة أداء المؤسسة المحقق فعلياً، بالأداء والأهداف التي كان من المفترض الوصول إليها.

- **مراقبة وتصحيح الانحرافات⁴:** تعتبر هذه المرحلة الخطوة الأخيرة في عملية قياس الأداء المالي للمؤسسات والتي يتم من خلالها مراقبة سير هذه العملية، من أجل تحديد ما إن كان الانحراف إيجابياً لتشجيعها أو سلبياً لمعالجته.

¹ فلاح حسن الحسني ومؤيد عبد الرحمان، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، ط2، عمان، 2006، ص 31.

² عادل عشي، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، ص 195.

³ إدريس ثابت عبد الرحمان والمرسي جمال الدين محمد، الإدارة الاستراتيجية، مفاهيم ونماذج تطبيقية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص 487.

⁴ عادل عشي، مرجع سبق ذكره، ص 195.

3.3. عناصر تقييم الأداء المالي:

ترتكز عملية تقييم الأداء المالي على مجموعة من العناصر والمؤشرات، التي تسعى المؤسسة من خلالها إلى معرفة مدى كفاءتها المالية، ومن أهم هذه العناصر ما يلي:

– **الربحية:** تعد من أهم عناصر تقييم الأداء المالي، لأنها تعكس قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال استغلال مواردها¹.

– **السيولة:** تشير السيولة إلى مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في آجالها. بالتالي تعتبر مؤشر مهما لمعرفة مدى الاستقرار المالي للمؤسسة².

– **النشاط أو الكفاءة التشغيلية:** تقيس مدى كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها لتحقيق المبيعات والأرباح³.

– **المديونية:** تعبر عن درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أنشطتها⁴.

– **التدفقات النقدية:** تقيس مدى قدرة المؤسسة على توليد النقد لتغطية نفقاتها والتزاماتها⁵.

النمو المالي: يبين مدى تطور المؤسسة عبر الزمن من خلال نمّة المبيعات، الأرباح والأصول، مما يعكس قدرتها على التوسع⁶.

ثالثاً: مؤشرات تقييم الأداء المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تعتمد مؤشرات الأداء المالي على استخدام أدوات التحليل المالي والنسب المالية لتشخيص الحالة المالية للمؤسسة ويمكن حصرها فيما يلي:

1.2. نسب السيولة: وهي تلك النسب التي تقيس مقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها الجارية باستخدام مجموعة الأصول المتداولة ويهتم بنسب السيولة مقرضو الأموال قصيرة الأجل لأنها تعتمد على الالتزامات قصيرة الأجل⁷. ويمكن تلخيص أهم نسب السيولة ومعانيها في الجدول التالي:

¹ محمد مطر، التحليل المالي، دار وائل للنشر، عمان، 2010، ص 85.

² عزت حنفي، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 112.

³ عبد الغفار حنفي، التحليل المالي باستخدام القوائم المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 64.

⁴ عزت حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 118.

⁵ محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 93.

⁶ عزت حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 125.

⁷ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، جمهورية مصر، 2011، ص ص 64-70.

الجدول رقم (02): نسب السيولة ودلالاتها المالية.

النسبة	العلاقة	الدلالة المالية
نسبة صافي رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول	$\frac{\text{صافي رأس المال العامل}}{\text{إجمالي الأصول}}$	يقيس حجم النقدية المتاحة والذي يمكن للمؤسسة اللجوء إليه.
السيولة العامة	$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$	تشير إلى قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل اعتماداً على أصولها المتداولة.
السيولة السريعة	$\frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون}}{\text{الخصوم المتداولة}}$	تقيس مدى قدرة المؤسسة على السداد الفوري لجميع ديونها قصيرة الأجل.
السيولة الفورية	$\frac{\text{نقديات}}{\text{إجمالي خصوم المتداولة}}$	تهتم بأكثر أصول المؤسسة سيولة وهي النقدية وعلاقتها بالتزامات المؤسسة قصيرة الأجل.

المصدر: ناصر دادي عدون ونواصر محمد فتحي، دراسة الحالات المالية، دار الآفاق، الجزائر، ص 42.

2.2. نسب المردودية: تشير هذه النسب إلى التأثير المتبادل لعناصر السيولة والرفع المالي وإدارة الأصول على الأرباح التي حققتها المؤسسة في النهاية، ويمكن تلخيص أهمها في الجدول رقم (03):

الجدول رقم (03): نسب المردودية ودلالاتها المالية.

النسبة	العلاقة	الدلالة المالية
هامش صافي الربح	$\frac{\text{الأرباح القابلة للتوزيع}}{\text{المبيعات}}$	تساعد على معرفة النسبة من المبيعات التي تتحول إلى أرباح صافية.
معدل العائد على إجمالي الأصول	$\frac{\text{الأرباح القابلة للتوزيع}}{\text{المبيعات}}$	تشير إلى نسبة الدخل المحقق على إجمالي الأصول المتداولة.
معدل العائد على حقوق الملكية	$\frac{\text{أرباح موزعة/حقوق الملكية}}{\text{المبيعات}}$	تشير إلى نسبة الأرباح الموزعة لكل مساهم.

المصدر: ناصر دادي عدون ونواصر محمد فتحي، دراسة الحالات المالية، مرجع سابق، ص 44.

3.2. مؤشرات القيمة السوقية: تمكن هذه المجموعة من المزج بين البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بسوق الأوراق المالية. نلخص أهمها في الجدول التالي:

الجدول رقم (04): نسب القيمة السوقية.

النسبة	العلاقة
سعر السهم إلى إيراداته	$\frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{إيرادات السهم الواحد}}$
التوزيعات إلى سعر السهم	$\frac{\text{توزيعات السهم}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$
القيمة السوقية للسهم	$\frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}}$

المصدر: ناصر دادي عدون ونواصل محمد فتحي، مرجع سابق، ص45.

4.2. النسب المالية لتحليل النتيجة والخزينة: تتضمن هذه المؤشرات الطرق والكيفيات التي تحسب على أساسها المؤشرات المالية التي تستخدم كأدوات لتحليل النتيجة والخزينة وهي التي تدخل في بناء جدول تدفقات الخزينة¹. وتتمثل في:

الجدول رقم (05): المؤشرات المالية لتحليل النتيجة والخزينة.

المؤشرات المالية	العلاقة	الدلالة المالية
الفائض الإجمالي للاستغلال EBE	نتيجة صافية+الضرائب على الأرباح + مصاريف مالية صافية+ مخصصات الاهتلاك والمؤونات	يعبر على مدى قدرة المؤسسة على افراز ثروة، وقد يكون EBE موجب أو سالب، وكلما كان موجب وكبير كان أفضل للمؤسسة.
الاحتياج في رأس المال العامل BFR	الأصول الاقتصادية- الاستثمارات الصافية	يترجم التباعد الزمني الذي تتميز به دورة الاستغلال. يعبر عن الاحتياج المالي المولد عن نشاط

¹ إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء الأول، ط 2، دار وائل، الجزائر، 2011، ص 175.

خارج دورة الاستغلال		
إذا كان مرتفع تضمن المؤسسة استقرار تمويلها. أما إذا كان ضعيف تلجأ إلى الاستدانة أو فتح رأس مال للمساهمة.	نتيجة صافية + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات +/ الاستثمارات المتنازل عنها	القدرة على التمويل الذاتي CAF
كلما كانت مرتفعة دل على أن مقدار ثروة المؤسسة المتولدة عن نشاطها في تزايد من سنة إلى أخرى.	نتيجة صافية + الضريبة على الأرباح + مصاريف مالية صافية	نتيجة الاستغلال
يعبر عن مجموع الأصول المستثمرة من طرف المؤسسة وتنتج عنها نتيجة اقتصادية.	الأموال الجماعية + الاستدانة الصافية	الأصل الاقتصادي AE
إذا كانت موجبة تعني أن خزينة المؤسسة في حالة عجز. إذا كانت سالبة تعني أن خزينة المؤسسة في حالة فائض صافي موجب.	الأصول الاقتصادية-الأموال الجماعية	الاستدانة الصافية D net
إذا كانت موجبة يعني أن المؤسسة تسعى إلى تدفئة تكاليف الاستغلال. إذا كانت سالبة يعني سوء تسيير الآجال بين المؤسسة والموردين.	الفائض الإجمالي للاستغلال BFR-	فائض خزينة الاستغلال ETE
إذا كان موجب يعني قدرة المؤسسة على تمويل استثماراتها اعتمادا على السيولة النقدية. أما سالب فيدل على وجود احتياجات يجب تغطيتها بموارد خارجية.	فائض خزينة الاستغلال - نفقات الاستثمار	تدفق الخزينة المتاح FTD

المصدر: إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 178.

5.2. نسب النشاط: هي مجموعة من المقاييس المالية التي تقيس مدى كفاءة المؤسسة في إدارة أصولها ومواردها وتحويلها إلى نقد. وتتمثل في:

الجدول رقم (06): مؤشرات النشاط

المؤشرات المالية	العلاقة	الدلالة المالية
معدل دوران الأصول	$\frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{مجموع الاصول}}$	توضح هذه النسبة مدى نشاط الأصول ومقدرتها على توليد المبيعات من خلال استخدام إجمالي أصول المؤسسة ¹ .
معدل دوران الأصول الثابتة	$\frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الأصول الثابتة}}$	يقيس مدى كفاءة الأصول الثابتة وقدرتها على تحقيق الإيرادات للمؤسسة ² .
معدل دوران الأصول المتداولة	$\frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الاصول الثابتة}}$	يعتبر هذا المؤشر عن مدى كفاءة إدارة هذا النوع من الأصول وتوليد المبيعات منه.
معدل دوران الذمم المدينة	$\frac{\text{صافي المبيعات الآجلة}}{\text{متوسط صافي المدينين}}$	يعبر عن مدى ملائمة حجم الاستثمار في الذمم، ومدى ملائمة سياسة الائتمان وسياسة التحصيل.
متوسط فترة التحصيل	$\frac{\text{عدد أيام السنة}}{\text{معدل دوران الذمم المدينة}}$	تقيس مدى سرعة العملاء في سداد مستحققاتهم للمشروع.
معدل دوران المخزون	$\frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{متوسط المخزون}}$	يقيس هذا المعدل مدى كفاءة وفاعلية إدارة المخزون، كلما زادت هذه النسبة، كلما كان هذا المؤشر جيداً.
معدل دوران الذمم الدائنة	$\frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{رصيد الدائنين}}$	يقيس مدى تحقيق الملائمة بين سياسيتي البيع والشراء.
معدل دوران النقدية	$\frac{\text{المبيعات}}{\text{(النقدية + شبه النقدية)}}$	مؤشر لكفاءة استخدام النقد في المشروع الاقتصادي، ارتفاع هذه النسبة يعطي مؤشراً لتطور كفاءة المشروع في تحقيق الاستخدام الأفضل لم هو متوفر لديها من نقد.

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مجموعة من المراجع

¹ محمد عبد الخالق، الإدارة المالية والمصرفية، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 176.

² صلاح الدين حسن السيسي، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، ط1، دار الفكر العربي، مصر، 2003، ص 265.

6.2. نسب الملاءة المالية: هي مقاييس تقيم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها طويلة الأجل وتقييم صحتها المالية المستقبلية. وتختلف عن نسب السيولة التي تركز على الديون قصيرة الأجل¹، وتتمثل هذه النسب في:

الجدول رقم (07): نسب الملاءة المالية

المؤشرات المالية	العلاقة
نسبة الدين إلى الأصول	$\frac{\text{إجمالي المطلوبات}}{\text{إجمالي الأصول}}$
نسبة الدين إلى حقوق الملكية	$\frac{\text{إجمالي المطلوبات}}{\text{حقوق إجمالي المساهمين}}$
نسبة حقوق الملكية	$\frac{\text{نسبة حقوق الملكية}}{\text{إجمالي الأصول}}$
نسبة تغطية الفوائد	$\frac{\text{نسبة تغطية الفوائد على الأرباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{مصرفات الفوائد}}$

المصدر: Mary Grisch-Bock, Financial Planning and Analyses, 5/11/2025

رابعاً: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

يتناول هذا العنصر مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال التطرق إلى تعريفها وأبرز الخصائص التي تميزها عن غيرها من المؤسسات، إضافة إلى إبراز أهميتها ودورها في دعم الاقتصاد الوطني، مع التطرق إلى أهم الصعوبات والتحديات التي تواجهها في مختلف جوانب نشاطها.

1.4. تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

يواجه الباحثون في موضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبة تحديد تعريف يحظى باتفاق من قبل المهتمين بهذا المجال. فيما يلي أهم التعاريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب كل دولة ومنظمة دولية:

- الولايات المتحدة الأمريكية: تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية بأنها المؤسسة التي يعمل بها 250 عامل، ويمكن أن يصل العدد إلى 1500 عامل، ولا تزيد قيمة الأموال المستثمرة فيها عن تسعة ملايين دولار².

¹ Financial Ratios, Investopedia, <https://www.investopedia.com>, 29/05/2026.

² فتحي السيد عبده أبو سيد أحمد، الصناعات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية المحلية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 54.

- اليابان: في اليابان تعتبر المؤسسة صغيرة أو متوسطة إذا قل عدد العاملين عن 300 عامل ورأس المال قدره 280 ألف دولار¹.

- إنجلترا: تعرف في إنجلترا على أنها مؤسسة يعمل بها 200 عامل، ولا تزيد الأموال المستثمرة عن مليون دولار².

- ألمانيا: تعرفها على أنها كل مؤسسة تمارس نشاطا اقتصاديا، ويقل عدد العمال فيها عن 200 عامل³.

- الجزائر: عرفت الجزائر عدة محاولات لوضع تعريف دقيق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك بهدف تنظيم هذا القطاع وتحديد المؤسسات المستفيدة من برامج الدعم والمرافقة. وقد اعتمدت هذه التعريفات على معايير مختلفة أهمها عدد العمال، رقم الأعمال، حجم الاستثمارات ومجموع الحصيلة السنوية⁴.

ومن بين أبرز التعريفات التي ظهرت في هذا المجال، ما ورد في التقرير الخاص ببرنامج تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابع لوزارة الصناعة والمناجم سنة 1972، حيث اعتبرت المؤسسة الصغيرة والمتوسطة كل وحدة إنتاج مستقلة قانونيا تشغل أقل من 500 عامل، ويقل رقم أعمالها السنوي عن 15 مليون دينار جزائري، مع استثمارات تقل عن 10 ملايين دينار. كما قدمت المؤسسة الوطنية للهندسة وتنمية الصناعات الخفيفة خلال الملتقى الأول للصناعات الصغيرة والمتوسطة سنة 1983 تعريفا يقوم على عدد العمال ورقم الأعمال، إذ اعتبرت أن هذا النوع من المؤسسات يشغل أقل من 200 عامل ويحقق رقم أعمال يقل عن 10 ملايين دينار جزائري.

أما الإطار القانوني الحديث، فقد جاء به القانون رقم 17-02 المؤرخ في 10 جانفي 2017 والمتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث عرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بأنها كل مؤسسة لإنتاج السلع أو الخدمات تشغل من عامل واحد إلى 250 عاملا، ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 4 ملايين دينار جزائري أو مجموع حصيلتها السنوية مليار دينار جزائري، مع ضرورة توفر شرط الاستقلالية. كما صنف القانون المؤسسات إلى ثلاث فئات: مؤسسات صغيرة جدا، مؤسسات صغيرة ومؤسسات متوسطة، وذلك

¹ محمد محروس إسماعيل، اقتصاديات الصناعة والتصنيع، مؤسسة شباب المستقبل، مصر 1992، ص 219.

² فتحي السيد عبده أبو السيد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 55.

³ سمير علام، إدارة المشروعات الصناعية، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ص 6.

⁴ إسماعيل بوخاوة وعبد القادر عطوي، التجربة التنموية في الجزائر واستراتيجية تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بحوث ومناقشات الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول المغاربية التي نظمها جامعة فرحات عباس -سطيف- أيام 25-28 ماي 2003، ص 16.

الفصل الأول:الأسس النظرية للدراسة

وفق عدد العمال وحدود رقم الأعمال أو الحصيلة السنوية. يمكن توضيح مختلف هذه التصنيفات والمعايير من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (08): معايير تصنيف المؤسسات في الجزائر. الوحدة: دينار

جزائري.

المعايير / المؤسسات	عدد العمال	رقم الأعمال السنوي (مليون)	حجم الحصيلة السنوية
مؤسسة مصغرة	1-9	أقل من 40 مليون	لا يتجاوز 20 مليون
مؤسسة صغيرة	10 - 49	لا يتجاوز 400 مليون	لا يتجاوز 200 مليون
مؤسسة متوسطة	50 - 250	من 400 مليون إلى 4 ملايين	من 200 مليون إلى 01

المصدر: من إعداد الطالبتين.

- تعريف البنك الدولي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

اعتمد البنك الدولي مجموعة من المعايير لتصنيف المؤسسات إلى مصغرة، صغيرة أو متوسطة، وذلك بالاستناد إلى عدة مؤشرات أساسية أهمها عدد العمال وإجمالي الأصول، حيث تختلف هذه المعايير حسب حجم المؤسسة وطبيعة نشاطها. ويمكن توضيح هذه المعايير من خلال الجدول رقم (09).

الجدول رقم (09): معايير تصنيف المؤسسات حسب البنك الدولي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. الوحدة: دولار

أمريكي.

المعيار	مؤسسة مصغرة	مؤسسة صغيرة	مؤسسة متوسطة
إجمالي الأصول	أقل من 100 ألف	أقل من 3 مليون	أقل من 15 مليون
عدد العمال	أقل من 10 عمال	أقل من 50 عامل	أقل من 300 عامل

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التعريف السابق.

- تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أولى الاتحاد الأوروبي اهتماما كبيرا بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتباره أحد المحركات الأساسية للنشاط الاقتصادي والتشغيل، لذلك عمل على وضع إطار مرجعي موحد يسمح بتمييز هذه المؤسسات وتصنيفها داخل دول الاتحاد. ويعتمد هذا التصنيف على جملة من المعايير الكمية، تتمثل أساساً في عدد العمال، حجم رقم الأعمال، إضافة إلى قيمة الميزانية السنوية للمؤسسة.

وقد ظهر أول تعريف موحد لهذا النوع من المؤسسات خلال سنة 1996 بهدف توحيد أسس الدعم والتمويل داخل الفضاء الأوروبي، غير أن التحولات الاقتصادية التي عرفت الأسواق الأوروبية دفعت الاتحاد إلى مراجعة هذا التعريف لاحقاً. وفي هذا الإطار، صدرت توصية جديدة سنة 2003 دخلت حيز التطبيق ابتداء من سنة 2005، حيث تم تعديل بعض الحدود والمعايير بما يتلاءم مع التطورات الاقتصادية وهيكل المؤسسات الحديثة. ويستخدم هذا التعريف في مختلف برامج الدعم التي تعتمد عليها هيئات الاتحاد الأوروبي، خاصة المتعلقة بالتمويل والاستثمار وتنمية المؤسسات. أما تفاصيل التصنيف المعتمد من طرف الاتحاد الأوروبي فتظهر في الجدول التالي:

الجدول رقم (10): جدول توضيحي للم ص م حسب الاتحاد الأوروبي لسنة 2003. الوحدة: أورو.

تصنيف	عدد العمال	رقم الأعمال السنوي	إجمالي الميزانية السنوية
متوسطة	أقل من 250	أقل من أو يساوي 50 مليون	أقل من أو يساوي 43 مليون
صغيرة	أقل من 50	أقل من أو يساوي 10 مليون	أقل من أو يساوي 10 مليون
مصغرة	أقل من 10	أقل من أو يساوي 2 مليون أورو	أقل من أو يساوي 02 مليون

المصدر: Commission européenne, La nouvelle définition des PME, Guide de l'utilisateur

et modèle de déclaration, 2006, p. 14

2.4. خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمجموعة من الخصائص التي تمنحها قدرة كبيرة على التكيف مع المتغيرات الاقتصادية والاستجابة السريعة لمتطلبات السوق، نذكر منها¹:

- تنتمي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى القطاع الخاص، ولا تحتاج إلى رأس مال كبير، وتحتاج إلى آلات ومعدات رأسمالية بسيطة، وتعتمد أساساً على مواد أولية ومستلزمات محلية الإنتاج.
- أن مالك المؤسسة يكون في الغالب هو نفسه المسير، حيث يتولى الإشراف على الجوانب الإدارية والفنية، خاصة في المؤسسات ذات الطابع العائلي. كما تتميز بسهولة الاتصال المباشر بين الإدارة والعاملين، مما يساهم في تعزيز الرقابة وسرعة معالجة الانحرافات وتحسين الأداء.
- بساطة التكنولوجيا المستخدمة، وتكلفتها بالنقد الأجنبي منخفضة، بالمقارنة مع التقنيات التي تحتاجها المؤسسات الكبيرة.

¹ إسماعيل بوخاوة وعبد القادر عطوي، مرجع سبق ذكره، ص 24.

الفصل الأول:الأسس النظرية للدراسة

- تتميز الإدارة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمرونة والقدرة على التكيف مع ظروف العمل المتغيرة، إضافة إلى الطابع غير الرسمي في التعامل، سواء مع العملاء أو العاملين.
- سهولة وحرية الدخول والخروج من السوق، لنقص نسبة الأصول الثابتة إلى الأصول الكلية في أغلب الأحيان، وزيادة نسبة رأس المال إلى مجموع الخصوم وحقوق أصحاب المشاريع.
- وجود حوافز على العمل، الابتكار، التجديد والرغبة في تحقيق اسم تجاري وشهرة وأرباح.
- انخفاض احتياجاتها من الطاقة، والبنية التحتية بالمقارنة مع المؤسسات الكبرى.

المطلب الثالث: العلاقة بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تقوم العلاقة بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والأداء المالي حول ثنائية (السيولة والمردودية) فكل قرار يتخذه المدير المالي لزيادة أحدهما سيؤدي بالضرورة إلى التأثير على العنصر الآخر، وهوما يعرف بمبدأ المفاضلة بين العائد والمخاطرة.

أولاً: تأثير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على معدل العائد على الاستثمار
يقيس معدل العائد على الاستثمار مدى كفاءة المؤسسة في توظيف مجموع أصولها لتحقيق أرباح، وهو مؤشر مباشر على جودة قرارات الاستثمار في رأس المال العامل. ويقاس معدل العائد على الاستثمار وفق العلاقة التالية:

$$ROI = 100 \times \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الأصول (المستثمرة)}}$$

كما يمكن التعبير عنه وفق تحليل دويون كما يلي:

$$ROI = \text{معدل دوران الأصول} \times \text{هامش صافي الربح}$$

يمكن تحليل تأثير السياسات الثلاث على معدل العائد على الاستثمار كالتالي:

- حالة السياسة المحافظة (استثمار مرتفع): في ظل هذه السياسة تحتفظ المؤسسة بمستويات مرتفعة من الأصول المتداولة (نقدية، مخزون، حسابات مدينة)، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع إجمالي الأصول دون زيادة مماثلة في الأرباح. وبالتالي ينخفض معدل دوران الأصول، مما ينعكس سلباً على معدل العائد على الاستثمار (ROI).

وبالتالي، ورغم انخفاض المخاطر، فإن الأداء المالي وفق هذا المؤشر يكون ضعيفاً نسبياً بسبب تجميد جزء من الأموال في أصول منخفضة المردودية.

- **حالة السياسة المجازفة (استثمار منخفض):** تعتمد هذه السياسة على تخفيض الأصول المتداولة إلى أدنى مستوى ممكن، مما يؤدي إلى رفع كفاءة استخدام الأصول وزيادة معدل دورانها. ونتيجة لذلك، يرتفع **معدل العائد على الاستثمار (ROI)** بسبب انخفاض حجم الأصول مقارنة بالأرباح المتحققة. لكن هذا التحسن في المردودية يكون مصحوباً بارتفاع المخاطر التشغيلية والمالية.¹

- **حالة السياسة المعتدلة:** تسعى هذه السياسة إلى تحقيق توازن بين مستوى الأصول المتداولة وحجم النشاط، مما يؤدي إلى تحقيق **معدل عائد على الاستثمار مستقر ومقبول** دون بلوغ الحد الأقصى للربحية أو الحد الأدنى للأمان. وبالتالي يكون الأداء المالي متوسطاً لكنه أكثر استقراراً.²

ثانياً: تأثير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)
يقيس معدل العائد على حقوق الملكية مدى قدرة المؤسسة على تحقيق عائد للمساهمين من أموالهم المستثمرة، وهو يتأثر مباشرة بكل من المردودية والرافعة المالية.

1.2. السياسة المحافظة

في هذه السياسة، يؤدي انخفاض المخاطر إلى استقرار الأرباح، لكن مع انخفاض معدل العائد على الاستثمار، فإن أثر ذلك ينعكس أيضاً على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) بشكل محدود. كما أن اعتماد المؤسسة على تمويل طويل الأجل أكثر أماناً يقلل من أثر الرافعة المالية، مما يجعل العائد على حقوق الملكية منخفضاً نسبياً لكنه مستقر.³

2.2. السياسة المجازفة

تؤدي هذه السياسة إلى ارتفاع معدل العائد على الاستثمار، ومع الاعتماد الكبير على التمويل قصير الأجل، ترتفع الرافعة المالية. ونتيجة لذلك، يرتفع معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) بشكل ملحوظ. لكن هذا الارتفاع يكون مرفقاً بزيادة كبيرة في المخاطر المالية، مما يجعل العائد غير مستقر.⁴

¹ عبد الستار الصياح، سعود جايد العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر، عمان، 2010، ص 136.

² Lawrence J. Gitman & Chad J. Zutter, Principles of Managerial Finance, Pearson Education, 14th edition, 2015, p. 645.

³ Ibid. p.647.

⁴ Ibid. pp. 649-650.

3.2. السياسة المعتدلة

تجمع هذه السياسة بين مستويات متوسطة من المردودية والمخاطرة، مما يؤدي إلى تحقيق معدل عائد على حقوق الملكية متوسط ومستقر. وهي بذلك توفر توازناً بين حماية حقوق المساهمين وتحقيق نمو معقول في الأرباح¹.

ثالثاً: تأثير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على السيولة

تعرف السيولة بأنها قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها، وهي بذلك تمثل أحد أهم مؤشرات الاستقرار المالي. وترتبط سياسات الاستثمار في رأس المال العامل بالسيولة ارتباطاً مباشراً، حيث تختلف درجة الأمان المالي باختلاف السياسة المعتمدة، مما يؤدي إلى تباين مستوى السيولة من سياسة إلى أخرى.

1.3. السياسة المحافظة والسيولة العالية: تحتفظ المؤسسة بمستويات مرتفعة من الأصول المتداولة، وخاصة النقدية والأصول السائلة، وهو ما يوفر هامش أمان مالي كبير يمكنها من مواجهة الالتزامات الجارية دون صعوبات. وينعكس ذلك في ارتفاع مستوى السيولة وانخفاض مخاطر العسر المالي، مما يجعل الأداء المالي أكثر استقراراً وأماناً من الناحية التمويلية.²

2.3. السياسة المجازفة والسيولة المنخفضة: فإنها تقوم على تقليص حجم الأصول السائلة إلى أدنى مستوى ممكن، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى السيولة المتاحة للمؤسسة. ورغم أن هذا التوجه قد يساهم في تحسين المردودية، إلا أنه يجعل المؤسسة أكثر عرضة لمخاطر نقص السيولة وعدم القدرة على الوفاء بالالتزامات في حال حدوث أي تأخير في التحصيلات أو اضطراب في التدفقات النقدي.³

3.3. السياسة المعتدلة والسيولة المعتدلة: تعتمد السياسة المعتدلة على الاحتفاظ بمستوى من السيولة يتناسب مع احتياجات النشاط التشغيلي وحجم المبيعات المتوقع، دون إفراط في تجميد الأموال أو تفريط في الأمان المالي. وبذلك تحقق المؤسسة توازناً بين السيولة والمردودية، مع الحفاظ على مستوى مقبول من الاستقرار المالي.

¹ Ibid. p. 652.

² عبد الستار الصياح، سعود جايد العامري، مرجع سبق ذكره، ص 137.

³ James C. Van Horne and John M. Wachowiz, Fundamentals of financial management, 13th edition, financial times/ Prentice Hall, UK, 2008, p. 210.

رابعاً: سياسات الاستثمار في رأس المال العامل ومستوى المخاطر المالية

يرتبط مفهوم المخاطرة في إدارة رأس المال العامل بقدرة المؤسسة على الاستمرار في النشاط ومواجهة التقلبات المالية غير المتوقعة، حيث يتغير مستوى المخاطر تبعاً للسياسة الاستثمارية المعتمدة في إدارة الأصول المتداولة. وانطلاقاً من اختلاف طبيعة هذه المخاطر باختلاف السياسات المتبعة، يمكن تحليلها من خلال مقاربتين أساسيتين، هما التحليل النوعي والتحليل الكمي، وذلك بهدف إبراز خصوصية كل سياسة فيما يتعلق بمستوى المخاطر المالية والتشغيلية.

1.4. التحليل النوعي¹:

– **المخاطر في ظل السياسة المجازفة:** تعد السياسة المجازفة الأكثر تعرضاً للمخاطر المالية والتشغيلية، حيث تعتمد على تقليص الأصول المتداولة إلى أدنى مستوياتها، مما يترتب عنه عدة مخاطر أهمها:

▪ **خطر العسر المالي الفني (Technical Insolvency):** نتيجة خفض النقدية والأصول السائلة تصبح المؤسسة عرضة للعجز عن سداد ديونها قصيرة الأجل مثل الموردين والأجور، خاصة في حالة تأخر تحصيلات الحسابات المدينة ولو لفترات قصيرة.

▪ **مخاطر التوقف التشغيلي:** يؤدي تخفيض المخزون إلى أدنى مستوياته إلى احتمال نفاذه مما يتسبب في توقف خطوط الإنتاج أو عدم القدرة على تلبية طلبات الزبائن، وهو ما ينعكس سلباً الأداء السوقي للمؤسسة وقد يؤدي إلى فقدان جزء من حصتها السوقية.

– **المخاطر في ظل السياسة المحافظة:** تهدف السياسة المحافظة إلى تقليل المخاطر إلى أدنى حد ممكن من خلال الاحتفاظ بمستويات مرتفعة من الأصول المتداولة، إلا أنه ينتج عنها نوع آخر من المخاطر يتمثل في:

▪ **مخاطر انخفاض العائد (ضعف الأداء المالي):** رغم انخفاض مخاطر العسر المالي، إلا أن المؤسسة تواجه خطر "تآكل المردودية" بسبب ضخامة الأموال المجمدة.

▪ **مخاطر التقادم والتلف:** الاحتفاظ بمستويات ضخمة من المخزون يعرض المؤسسة لخطر تلف السلع، مما قد يحول جزء من الأصول المتداولة إلى خسائر فعلية.

– **المخاطر في ظل السياسة المعتدلة:** تمثل هذه السياسة منطقة التوازن في مواجهة المخاطر حيث:

▪ **تجنب الانحياز:** لا تغامر المؤسسة كما في السياسة المغامرة، ولا تفرط في الأمان كما في السياسة المحافظة.

¹ Lawrence J. Gitman & Chad J. Zutter, Op. Cit. pp. 580-650.

■ **المخاطرة المحسوبة:** تقبل المؤسسة مستوى محدودا من المخاطرة مقابل الحصول على عائد مستقر مع الحفاظ على هامس أمان يسمح لها بمواجهة التقلبات العادية في السوق دون تحميل المؤسسة تكاليف تمويلية مرتفعة أو تعريضها لمخاطر حادة.

2.4. التحليل الكمي:

ترتبط المخاطرة في إدارة رأس المال العامل بمجموعة من المؤشرات الكمية التي تسمح بقياس مدى حساسية كل من المردودية والسيولة تجاه السياسة الاستثمارية المعتمدة، حيث تعكس هذه المؤشرات بصورة رقمية مستوى الأمان والمخاطرة داخل المؤسسة:

– **مؤشر المخاطرة¹ (Risk Index):** يقاس مستوى المخاطرة في إدارة رأس المال العامل من خلال عدة أدوات قياسية، من أهمها:

■ **نسب السيولة:** تقيس القدرة على تغطية الالتزامات قصيرة الأجل.

■ **دورة النقدية:** والتي تعد المعيار الأدق لقياس كفاءة إدارة دورة التشغيل، حيث أنه كلما زادت الفترة الزمنية صاحبها ارتفاع مخاطر السيولة والتمويل.

■ **صافي رأس المال العامل:** والذي يبين مدى اعتماد المؤسسة على التمويل قصير الأجل لتغطية أصولها.

– **علاقة الرافعة التشغيلية برأس المال العامل (Operating Leverage):** تقيس الرافعة التشغيلية مدى حساسية أرباح العمليات (EBIT) للتغير في حجم المبيعات، حيث تعكس درجة الاعتماد على التكاليف الثابتة في هيكل النشاط².

$$\begin{aligned} \text{EBIT} &= \text{المبيعات} - (\text{التكاليف المتغيرة} + \text{التكاليف الثابتة}) \\ \text{DOL} &= \frac{\text{EBIT}}{\text{CM}} / \text{CM} = \text{المبيعات} - \text{التكاليف المتغيرة} \end{aligned}$$

ويؤدي ارتفاع الرافعة التشغيلية إلى زيادة حساسية الأرباح تجاه أي تغير بسيط في المبيعات، بحيث إن انخفاضاً محدوداً في حجم المبيعات قد يترتب عنه انخفاض كبير في الأرباح التشغيلية، وهو ما يمثل مخاطرة تشغيلية مضاعفة تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة، خاصة في حالة السياسات المجازفة في إدارة رأس المال العامل.

¹ عبد الستار الصباح، سعود جايد العامري، مرجع سبق ذكره، ص 131.

² Lawrence J. Gitman & Chad J. Zutter, Op. Cit. p. 558.

– الرافعة المالية (Financial Leverage) وقرارات التمويل: رغم أن الرافعة المالية ترتبط أساساً بقرارات التمويل والديون طويلة الأجل، إلا أنها تتداخل أيضاً مع إدارة رأس المال العامل من خلال تأثيرها على تكلفة التمويل القصير الأجل وإعادة تمويل الالتزامات الجارية.

$$DFL = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}}$$

ويتمثل مؤشر المخاطرة في احتمال عدم قدرة المؤسسة على تجديد القروض قصيرة الأجل أو مواجهة ارتفاع مفاجئ في أسعار الفائدة، مما يضغط على التدفقات النقدية ويؤثر سلباً على الأداء المالي، وقد يؤدي إلى تعاضد عبء الديون لصالح الدائنين على حساب حقوق الملاك. وبصفة عامة، كلما ارتفعت الرافعة المالية، ارتفع مستوى المخاطرة المالية، مع إمكانية تحقيق عوائد أعلى في المقابل.

يتضح من خلال ما سبق أن اختيار سياسات الاستثمار في رأس المال العامل لا يعد قراراً تشغيلياً فقط، بل هو قرار استراتيجي يحدد بشكل مباشر مستوى المخاطرة التي تكون المؤسسة مستعدة لتحملها، وبالتالي يؤثر على أدائها المالي واستقرارها.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة ومقارنتها مع الدراسة الحالية

من خلال هذا المبحث، سيتم استعراض أهم ما توصلت إليه عدد من الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية. وقد تم تقسيم المبحث إلى مطلبين، حيث يتناول المطلب الأول مجموعة من الدراسات السابقة سواء باللغة العربية أو الأجنبية، بينما يخصص المطلب الثاني لمقارنة هذه الدراسات مع الدراسة الحالية من حيث أوجه الشبه والاختلاف.

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية

أولاً: الدراسات السابقة باللغة العربية:

1. دراسة فائزة بوساحة، نعيمة يحيوي (2020) والموسومة بـ: سياسات إدارة رأس المال العامل والمردودية: دليل من شركات قطاع التعدين المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (2009-2018).

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر سياسات إدارة رأس المال العامل، سواء من حيث الاستثمار أو التمويل، على ربحية الشركات المدرجة في قطاع التعدين بسوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2018، وذلك من خلال مقارنة تأثير السياسات المحافظة والسياسات المجازفة على الأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول (ROA)، مع مراعاة خصوصية هذا القطاع الذي يتسم بكثافة الاستثمارات في الأصول الثابتة وما يترتب عنها من تحديات على مستوى تسيير السيولة والتوازن المالي.

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، كما تم استخدام أسلوب تحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data Analysis) إلى جانب نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضيات الإحصائية. أما فيما يتعلق بقياس المتغيرات، فقد تم اعتماد نسبة الأصول الجارية إلى إجمالي الأصول لقياس سياسة استثمار رأس المال العامل، ونسبة المطلوبات الجارية إلى إجمالي الأصول لقياس سياسة التمويل، في حين تم قياس الأداء المالي من خلال معدل العائد على الأصول (ROA)، مع إدراج كل من حجم الشركة والرافعة المالية كميتغيرات ضابطة.

خلصت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ذي دلالة إحصائية لسياسة التمويل المحافظة على ربحية الشركات، مما يشير إلى أن الاعتماد الأقل على المطلوبات الجارية يساهم في تخفيض مخاطر السداد وتحسين استقرار الأرباح. في المقابل، لم تثبت النتائج بوجود علاقة معنوية قوية بين سياسة الاستثمار في رأس المال العامل والمردودية في قطاع التعدين، وهو ما يدل على أن الأداء المالي في هذا القطاع يتأثر بعوامل خارجية

أخرى مثل تقلبات أسعار المواد الأولية في الأسواق العالمية. كما بينت النتائج أن حجم الشركة يؤثر إيجاباً على المردودية، حيث تستفيد الشركات الكبرى من اقتصاديات الحجم في تعزيز أدائها المالي.

2. دراسة زهراء جار الله حمو الجرجري (2016)، والموسومة بـ: سياسات الاستثمار في رأس المال العامل وأثرها على العائد والمخاطرة.

هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل وأثرها على كل من العائد والمخاطرة في الشركات محل الدراسة، إضافة إلى تحديد طبيعة السياسة الاستثمارية المتبعة (محافظة، معتدلة، مجازفة) من خلال تحليل القوائم المالية، فضلاً عن الإسهام في توضيح الكيفية التي تنعكس بها هذه السياسات على الأداء المالي للمؤسسات.

وقد اعتمدت الدراسة على منهج يجمع بين الجانب الوصفي في تأصيل المفاهيم النظرية، والجانب التحليلي الإحصائي لاختبار الفرضيات واستخلاص النتائج الكمية المتعلقة بعلاقات التأثير والارتباط بين المتغيرات. أما فيما يتعلق بالمتغيرات، فقد تم اعتماد حجم الاستثمار في رأس المال العامل، ممثلاً في الموجودات المتداولة والسياسات الاستثمارية المتبعة، كمتغير مستقل، في حين تمثلت المتغيرات التابعة في كل من العائد (الأرباح المحققة) والمخاطرة الناتجة عن قرارات الاستثمار في رأس المال العامل.

خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج، أبرزها وجود علاقة عكسية بين حجم الموجودات المتداولة ومستوى المخاطرة، حيث يؤدي اتباع سياسة محافظة تقوم على ارتفاع الاستثمار في الأصول المتداولة إلى تقليل درجة المخاطرة. كما أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين العائد والمخاطرة، إذ يرتفع العائد المتوقع كلما ارتفع مستوى المخاطرة.

وفيما يتعلق بتصنيف السياسات، بينت الدراسة أن أغلب الشركات محل الدراسة تتبع السياسة المحافظة، في حين تتوزع بقية الشركات بين السياسة المعتدلة والسياسة المجازفة بنسب أقل. كما أشارت النتائج إلى أن البيئة الاقتصادية والأمنية في العراق كان لها تأثير واضح على قرارات إدارة رأس المال العامل ومستوى الاستثمار فيه.

3. دراسة محمد رزقي (2024) والموسومة بـ: علاقة سياسات استثمار وتمويل رأس المال العامل بالمرونة المالية: حالة الشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية خلال الفترة 2009-2023.

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر سياسات إدارة رأس المال العامل، بشقيها الاستثماري والتمويلي، على المرونة المالية للشركات العالمية الرائدة في قطاع الصناعات الغذائية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2023، وذلك في ظل الظروف الاقتصادية المتقلبة التي شملت الأزمة المالية العالمية، وجائحة كورونا، وأزمة التضخم، وما ترتب عنها من ضغوط على السيولة واستدامة التمويل.

وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لتأصيل المفاهيم النظرية، إضافة إلى المنهج القياسي القائم على نموذج البيانات الجدولية (Panel Data)، مع استخدام أسلوب المربعات الصغرى المصححة (PCSE) لضمان دقة النتائج ومعالجة مشكلات الارتباط الذاتي في السلاسل الزمنية.

أما فيما يتعلق بالمتغيرات، فقد تم قياس سياسة الاستثمار في رأس المال العامل (WCI) بنسبة الأصول الجارية إلى إجمالي الأصول، في حين تم قياس سياسة التمويل (WCF) بنسبة المطلوبات الجارية إلى إجمالي الأصول. كما تم قياس المرونة المالية من خلال بعدين أساسيين هما: المرونة النقدية (Cash Flexibility) مقاسة بنسبة النقد وما يعادله إلى إجمالي الأصول، ومرونة الديون (Debt Flexibility) عبر الفرق بين مديونية الشركة ومتوسط مديونية القطاع.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين سياسة الاستثمار في رأس المال العامل والمرونة النقدية، بما يشير إلى أن ارتفاع الاستثمار في الأصول المتداولة يعزز القدرة النقدية للشركات. كما أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين الاعتماد المرتفع على التمويل قصير الأجل ومستوى المرونة المالية، مما يعكس الأثر السلبي لزيادة الضغوط التمويلية على قدرة المؤسسة على التكيف.

أيضاً، بينت نتائج الدراسة، أن الشركات العالمية الرائدة في قطاع الغذاء تميل إلى تبني سياسات معتدلة في إدارة رأس المال العامل، تقوم على تحقيق توازن بين السيولة والمردودية مع الحفاظ على مستويات نقدية كافية لتعزيز مرونتها المالية في مواجهة الصدمات. إضافة إلى ذلك، أظهرت الدراسة أن كل من حجم الشركة وربحياتها يؤثران إيجاباً على المرونة المالية، حيث تتمتع الشركات الكبرى والأكثر ربحية بقدرة أكبر على الوصول إلى مصادر التمويل، وبالتالي تعزيز مرونتها التمويلية.

1. دراسة ماري هنرييت مباي (2023) والموسومة بـ: ممارسات الإدارة الفعالة لرأس المال العامل والأداء

المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: حالة المؤسسات العاملة في قطاعي الخدمات والبناء في السنغال¹.

هدفت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين ممارسات إدارة رأس المال العامل والأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السنغال، مع التركيز على قطاعي الخدمات والبناء، وذلك من خلال قياس أثر كفاءة إدارة المخزون والذمم المدينة والدورة النقدية على المردودية في بيئة اقتصادية نامية تتسم بتقلبات في التمويل والسيولة.

اعتمدت الدراسة على منهجية مختلطة تجمع بين الجانب الكمي والكيفي؛ حيث تم في الجانب الكمي تحليل البيانات المالية لعدد 7 مؤسسات صغيرة ومتوسطة خلال الفترة الممتدة من 2016 إلى 2019 باستخدام أساليب إحصائية مثل تحليل الانحدار والارتباط عبر برنامج SPSS، في حين تم في الجانب النوعي إجراء مقابلات معمقة مع المسيرين الماليين بهدف فهم الممارسات الفعلية لإدارة رأس المال العامل التي لا تعكسها القوائم المالية بشكل مباشر.

فيما يتعلق بالمتغيرات، فقد تضمنت الدراسة مجموعة من المؤشرات المستقلة المتمثلة في فترة تحصيل الذمم المدينة (ARP)، وفترة تحويل المخزون (ICP)، وفترة سداد الذمم الدائنة (APP)، إضافة إلى دورة تحويل النقد (CCC) باعتبارها المؤشر الأكثر شمولاً لقياس كفاءة إدارة رأس المال العامل، في حين تم قياس المتغير التابع من خلال المردودية ممثلة في العائد على الأصول (ROA).

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين دورة تحويل النقد والمردودية، حيث إن تقليص مدة الدورة النقدية يساهم في تحسين الأداء المالي ورفع مستوى الأرباح. كما أبرزت النتائج أهمية تحقيق التوازن بين السيولة والمردودية من خلال إدارة فعالة للمخزون والديون، بما يضمن استقراراً مالياً أكبر للمؤسسات محل الدراسة. بالإضافة إلى ذلك، بينت الدراسة أن طبيعة النشاط (خدمات أو بناء) تؤثر بشكل مباشر على أسلوب إدارة رأس المال العامل داخل المؤسسة.

¹ عنوان الدراسة باللغة الأجنبية:

(Marie Henriette MBAYE, 2023): « Effective Working Capital Management Practice and SMEs Financial Performance: The case of SMEs operating in the service and construction sectors in Senegal ».

2. أولواجبنا سايبو وكايودي كولاول (2025) والموسومة بـ: إدارة رأس المال العامل وأداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية كوارا، نيجيريا¹.

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر ممارسات إدارة رأس المال العامل، خاصة إدارة النقد، وإدارة الذمم المدينة، وإدارة المخزون، على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية كوارا بنيجيريا، وذلك من خلال دراسة دور هذه الممارسات في تعزيز قدرة المؤسسة على البقاء والنمو في بيئة تتسم بالتقلبات المالية وعدم الاستقرار الاقتصادي، إضافة إلى تحديد العلاقة بين أساليب إدارة الديون لدى الزبائن وبين الأداء المالي العام للمؤسسات. وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي الارتباطي باستخدام التصميم الوصفي الاستطلاعي (Descriptive Survey Design)، حيث تم جمع البيانات الأولية من خلال استبيان موجه إلى أصحاب ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بهدف استكشاف الممارسات الفعلية لإدارة رأس المال العامل.

تضمنت الدراسة مجموعة من المتغيرات المستقلة المتمثلة في إدارة النقد، وإدارة الذمم المدينة، وإدارة المخزون، في حين تم قياس الأداء من خلال ثلاث متغيرات تابعة هي: نمو المبيعات، والمردودية، والاستدامة. توصلت الدراسة إلى أن ممارسات إدارة النقد تعد العامل الأكثر تأثيراً في تحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تساهم القدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية والاحتفاظ بسيولة كافية في تحقيق معدلات نمو مرتفعة. كما أظهرت النتائج أن وجود سياسة ائتمانية واضحة ونظام فعال لتحصيل الذمم المدينة ينعكس إيجاباً على الأداء المالي وزيادة حجم المبيعات. في المقابل، لم تثبت الدراسة وجود تأثير معنوي قوي لإدارة المخزون أو الذمم الدائنة على أداء المؤسسات في البيئة محل الدراسة، مما يدل على أن عنصر السيولة يعتبر أكثر حسماً من حجم المخزون في تحديد مستوى الأداء.

المطلب الثاني: مقارنة الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة

بناء على ما تم الاطلاع عليه من الدراسات السابقة، تم إجراء مقارنة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة في موضوع سياسات الاستثمار في رأس المال العامل وأثرها على الأداء المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل إبراز أوجه الشبه والاختلاف وكذلك تحديد الإضافة العلمية التي تقدمها هذه الدراسة في هذا الموضوع. وفيما يلي سيتم استعراض أوجه الشبه وأوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة كما يلي:

¹عنوان الدراسة باللغة الأجنبية:

أولاً: أوجه الشبه

تتمثل نقاط التشابه الرئيسية بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة فيما يلي:

- تشترك جميع الدراسات السابقة بما فيها الدراسة الحالية في نفس الموضوع العام، في تناولها لموضوع إدارة رأس المال العامل وعلاقته بالأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، سواء من خلال دراسة سياسات الاستثمار في رأس المال العامل أو سياسات تمويله.
- اعتمدت جميع الدراسات على المنهج القياسي (الكمي) لاختبار فرضيات البحث، من خلال استخدام نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد.
- استخدمت الدراسات مؤشرات مالية مقارنة لقياس الأداء المالي والمتمثلة في معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE).
- تضمنت الدراسات متغيرات ضابطة متشابهة مثل حجم المؤسسة والرافعة المالية من أجل ضمان دقة قياس أثر سياسات رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات.
- تشترك الدراسات في اعتمادها على البيانات المالية المستخرجة من القوائم والتقارير المالية للمؤسسات محل الدراسة، باعتبارها المصدر الأساسي لقياس المتغيرات.

ثانياً: أوجه الاختلاف

- توجد مجموعة من الاختلافات بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة، يمكن إبراز أهمها فيما يلي:
- اختلفت الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث مجتمع الدراسة، حيث تناولت أغلب الدراسات السابقة شركات تنشط في قطاعات اقتصادية متنوعة وفي بيئات اقتصادية مختلفة، بينما ركزت الدراسة الحالية على المؤسسات الصناعية الغذائية الجزائرية الصغيرة والمتوسطة.
 - من حيث الفترة الزمنية، اعتمدت بعض الدراسات السابقة على بيانات تغطي فترات زمنية طويلة لكنها تعود إلى سنوات سابقة، بينما اعتمدت الدراسة الحالية على بيانات حديثة تخص سنة 2024، الأمر الذي يعزز حداثة النتائج وجعلها أكثر تمثيلاً للواقع الحالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة محل الدراسة.
 - اختلفت الدراسة الحالية عن معظم الدراسات السابقة من حيث هدف الدراسة، إذ سعت العديد من الدراسات السابقة إلى تحليل أثر كل من السياسات الاستثمارية والسياسات التمويلية لرأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات، بينما ركزت الدراسة الحالية على دراسة أثر السياسات الاستثمارية لرأس المال العامل فقط على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية .

- كما تتميز الدراسة الحالية بكونها تسلط الضوء على واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في قطاع الصناعات الغذائية في الجزائر، وهو مجال لم يحظ بالقدر الكافي من الدراسة مقارنة بالبيئات الأجنبية التي ركزت عليها معظم الدراسات السابقة.

ومن خلال هذه الاختلافات، تبرز القيمة المضافة للدراسة الحالية في إثراء الأدبيات النظرية والتطبيقية المتعلقة بسياسات الاستثمار في رأس المال العامل والأداء المالي ضمن البيئة الجزائرية، ولا سيما على مستوى المؤسسات الصناعية الغذائية الصغيرة والمتوسطة.

خلاصة الفصل

في هذا الفصل، تم التطرق إلى الإطار المفاهيمي للدراسة من خلال عرض أهم المفاهيم المرتبطة بتأثير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع إبراز كيفية انعكاس هذه السياسات على مختلف أبعاد الأداء المالي.

وقد تم توضيح مفهوم رأس المال العامل بنوعيه، أي صافي رأس المال العامل وإجمالي رأس المال العامل، باعتبارهما الأساس الذي تبنى عليه قرارات التمويل والتسيير قصير الأجل داخل المؤسسة. ثم تم عرض سياسات الاستثمار في رأس المال العامل، والمتمثلة في السياسة المحافظة، والسياسة المجازفة، والسياسة المعتدلة، مع تحليل خصائص كل منها من حيث مستوى السيولة، المردودية، ودرجة المخاطرة المرتبطة بها.

كما تم التمييز بين السياسات الاستثمارية والسياسات التمويلية في رأس المال العامل، بهدف توضيح الاختلاف الجوهرى بين ما يتعلق بتكوين الأصول المتداولة وما يرتبط بكيفية تمويلها، إضافة إلى التطرق إلى آليات إدارة عناصر رأس المال العامل، المتمثلة في النقدية، المخزون، والحسابات المدينة.

بعد ذلك، تم استعراض مفهوم الأداء المالي، من خلال تقديم تعريفه وبيان أهميته في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة، إلى جانب عرض أبرز مؤشرات قياسه، مثل مؤشرات السيولة والمردودية والقيمة السوقية، إضافة إلى المؤشرات المرتبطة بالتوازن المالي والخزينة.

كما شمل الفصل أيضا التعريف بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع إبراز خصائصها ومعايير تصنيفها وفق التشريع الجزائري، باعتبارها محور الدراسة التطبيقية.

وفي الأخير، تم تحليل العلاقة بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعرض مجموعة من الدراسات السابقة، العربية والأجنبية، التي تناولت موضوع إدارة رأس المال العامل وعلاقته بالأداء المالي.

الفصل الثاني

دراسة قياسية لأثر سياسات الاستثمار في

رأس المال العامل على الأداء المالي

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لعينة من

المؤسسات الجزائرية خلال سنة 2024

تمهيد

بعد التطرق في الفصل الأول إلى الإطار النظري الذي شمل مفهوم سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والأداء المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما أوضحنا من خلال الدراسات السابقة العربية والأجنبية على أهم النتائج المتوصل لها. سيتم من خلال هذا الفصل، اسقاط الجانب النظري على واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر حيث سيتم إجراء دراسة قياسية على عينة تضم 30 مؤسسة صغيرة ومتوسطة بولاية برج بوعريريج في قطاع الصناعات الغذائية خلال سنة 2024.

من أجل الإحاطة بالجانب التطبيقي لهذه الدراسة، سيتناول هذا الفصل مختلف الجوانب المنهجية المتعلقة بتحليل أثر سياسات رأس المال العامل على الأداء المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. حيث يتم التطرق إلى النموذج القياسي المعتمد في الدراسة، وتحديد طبيعة العينة المختارة، بالإضافة إلى عرض مصادر جمع البيانات المعتمدة في التحليل.

كما يتناول هذا الفصل الأدوات الإحصائية المستخدمة في اختبار الفرضيات وقياس العلاقات بين متغيرات الدراسة، بما يسمح بتقييم أثر سياسات رأس المال العامل على الأداء المالي بشكل دقيق وموضوعي.

كما سيتم عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها، مع مقارنتها بنتائج الدراسات السابقة، بهدف إبراز مدى توافق أو اختلاف النتائج وتفسيرها.

وعليه، تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين رئيسيين كما يلي:

المبحث الأول: الطريقة المعتمدة والأدوات المستخدمة.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة.

المبحث الأول: الطريقة المعتمدة والأدوات المستخدمة

بغرض البدء في الدراسة التطبيقية لعينة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة محل الدراسة، سيتم التطرق إلى الجوانب المنهجية الأساسية للدراسة، والتي تتمثل في تحديد عينة الدراسة، بالإضافة إلى عرض مختلف الأدوات الإحصائية المعتمدة في معالجة البيانات واختبار فرضيات الدراسة.

المطلب الأول: الطريقة المستخدمة

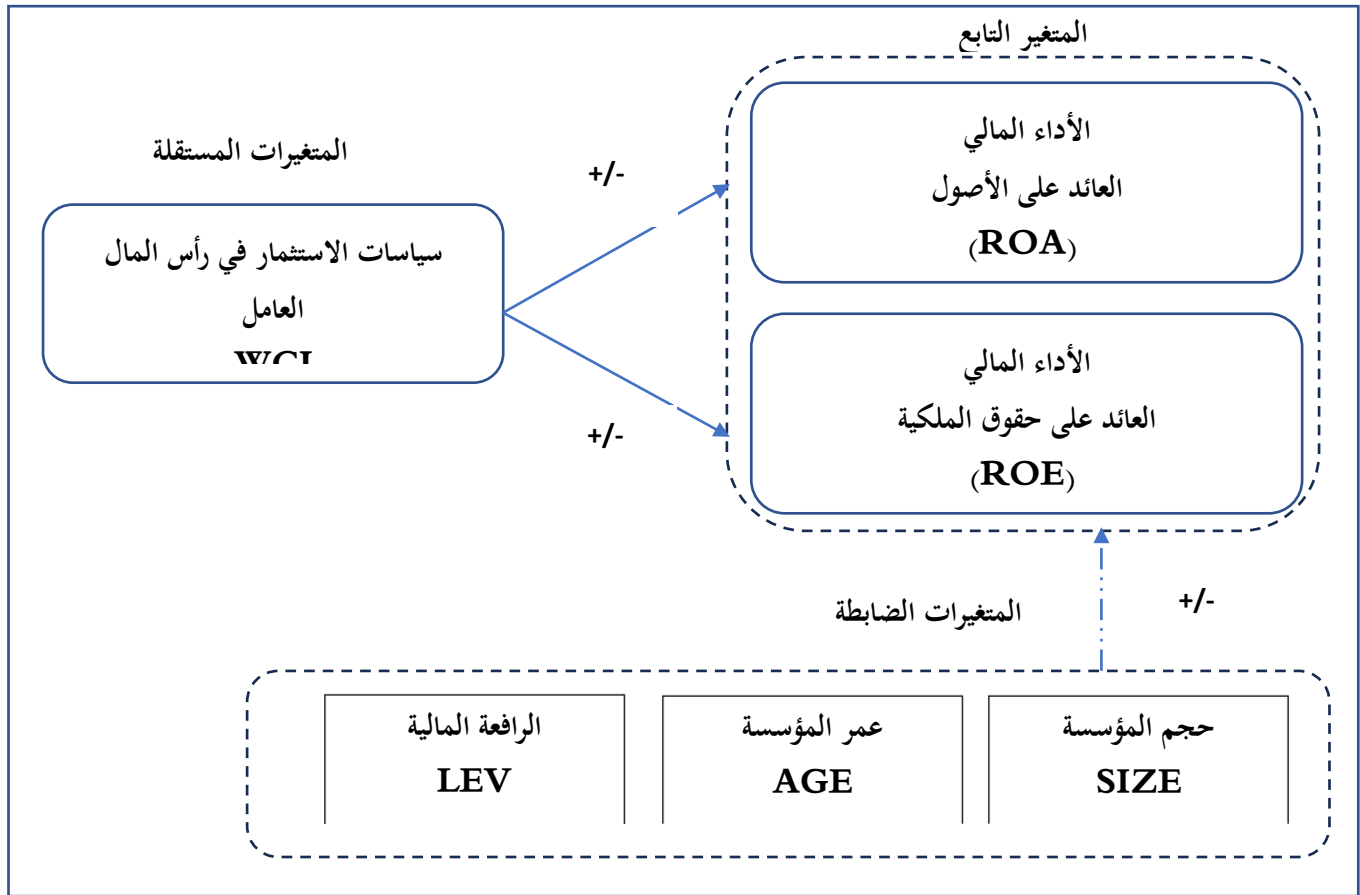
سيتناول هذا المطلب عرض نموذج الدراسة وتحديد عينة البحث، بالإضافة إلى توضيح طريقة جمع المعطيات المعتمدة في هذه الدراسة.

أولاً: نموذج الدراسة

1.1. نموذج الدراسة الافتراضي

يهدف هذا النموذج إلى توضيح العلاقة الافتراضية بين متغيرات الدراسة في إطار تحليل أثر سياسات رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يتمثل المتغير التابع في الأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الأصول (ROA) ثم بمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، في حين يتمثل المتغير المستقل في سياسات رأس المال العامل، إلى جانب متغيرات ضابطة تتعلق بحجم المؤسسة وعمرها والرافعة المالية. يبين الشكل رقم (4) العلاقة الافتراضية بين المتغير التابع ومتغيرات النموذج.

الشكل رقم (4): العلاقة الافتراضية بين المتغير التابع (الأداء المالي) والمتغيرات المستقلة.



المصدر: من إعداد الطالبتين.

2.1. نموذج الدراسة الرياضي

يوضح النموذج الرياضي العلاقة بين متغيرات الدراسة، حيث يتمثل المتغير التابع في الأداء المالي للمؤسسة (FP) محسوباً بمعدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، بينما يتمثل المتغير المستقل في سياسات الاستثمار في رأس المال العامل (WCI)، إضافة إلى المتغيرات الضابطة المتمثلة في حجم المؤسسة (SIZE)، عمر المؤسسة (AGE) والرافعة المالية (LEV)، في حين أن β يمثل معاملات النموذج و ε_t يمثل خطأ التقدير.

وعليه، يمكن صياغة النموذج الرياضي للدراسة وفق المعادلة التالية:

$$FP = \beta_0 + \beta_1 WCI + \beta_2 SIZE + \beta_3 AGE + \beta_4 LEV + \varepsilon_t$$

3.1. تعريف متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

انطلاقاً من الإطار النظري المتعلق بسياسات الاستثمار في رأس المال العامل، وما تم استعراضه من وبالأستناد إلى الدراسات السابقة والمتعلقة بموضوع البحث، تم تحديد متغيرات الدراسة على النحو التالي:

1.3.1. المتغير التابع: الأداء المالي

يمثل الأداء المالي قدرة المؤسسة على تحقيق عوائد من استغلال مواردها المالية بكفاءة وفعالية، وهو يعكس مدى نجاح السياسات المالية والإدارية المتبعة في تحسين ربحية المؤسسة وتعظيم قيمتها. وبعد الأداء المالي من أهم المؤشرات المستخدمة في تقييم الوضع الاقتصادي للمؤسسة والحكم على كفاءتها في استخدام أصولها وحقوق ملكيتها.

وفي إطار هذه الدراسة، تم اعتماد الأداء المالي كمتغير تابع، انسجاماً مع موضوع البحث المتعلق بأثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي. وسيتم قياس هذا المتغير من خلال مؤشرين أساسيين هما: معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، باعتبارهما من أكثر المؤشرات استخداماً في الدراسات المالية لقياس المردودية والكفاءة المالية.

2.3.1. المتغير المستقل والمتغيرات الضابطة

في إطار هذه الدراسة، تم الاعتماد على متغير مستقل رئيسي يتمثل في سياسات الاستثمار في رأس المال العامل، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الضابطة التي يفترض أنها قد تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة، وذلك بهدف عزل أثر المتغير المستقل وضمان دقة النتائج القياسية.

أ. المتغير المستقل: سياسات الاستثمار في رأس المال العامل (WCI)

تمثل سياسات الاستثمار في رأس المال العامل الأسلوب الذي تتبعه المؤسسة في إدارة وتخصيص استثماراتها في مكونات الأصول المتداولة، مثل المخزونات، والذمم المدينة، والنقدية. وتعكس هذه السياسات درجة التوازن بين السيولة والمردودية، حيث تختلف من سياسة متحفظة إلى سياسة متساهلة أو معتدلة، بما ينعكس على الأداء المالي للمؤسسة. وفي هذه الدراسة، يتم قياس هذا المتغير من خلال المؤشرات المرتبطة بتسيير مكونات رأس المال العامل.

ب. المتغيرات الضابطة:

تتمثل المتغيرات الضابطة (Control Variables) في المتغيرات التي يتم إدراجها إلى جانب المتغيرات المستقلة في النموذج القياسي لمنع تأثيرها على العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع والهدف الأساسي منها هو عزل التأثيرات الخارجية للتأكد من أن الأثر المقاس يعود فعليا لسياسات رأس المال العامل وليس لعوامل أخرى. وقد تم الاعتماد على المتغيرات الضابطة التالية:

- **حجم المؤسسة (Size):** يعتبر حجم المؤسسة من العوامل المؤثرة في أدائها المالي، حيث تختلف قدرة المؤسسات على تحقيق الأرباح والوصول إلى مصادر التمويل حسب حجمها. وفي هذه الدراسة، يتم قياس حجم المؤسسة من خلال اللوغاريتم النيبيري لحجم الأصول، وفق العلاقة التالية:

$$\text{Size} = \ln (\text{TA})$$

حيث:

Size: حجم المؤسسة.

TA: إجمالي الأصول.

- **عمر المؤسسة (AGE):** يعكس عمر المؤسسة مدة نشاطها في السوق، وهو مؤشر على الخبرة التراكمية التي تتمتع بها المؤسسة وعلى استقرارها أيضا، حيث يمكن أن يؤثر بشكل مباشر على الأداء المالي من خلال تحسين الكفاءة التشغيلية وتقليل المخاطر بحيث أن المؤسسة تكون قد تعرفت على عملائها وبنيت سياستها الائتمانية ومن المحتمل أنها تعرفت على الطريقة المثلى لتسيير مخزونها وإدارة مواردها. ويتم قياس هذا المتغير بعدد السنوات منذ تأسيس المؤسسة إلى غاية سنة الدراسة وفق العلاقة التالية:

$$\text{عمر المؤسسة (AGE)} = \text{سنة الدراسة (2024)} - \text{سنة التأسيس}$$

- **الرافعة المالية (Leverage):** تمثل الرافعة المالية درجة اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل أصولها، وتعد من العوامل المؤثرة في الأداء المالي من خلال تأثيرها على تكلفة التمويل والمخاطر المالية. وفي هذه الدراسة سيتم قياسها من خلال نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول كما يلي:

$$\text{Leverage} = \text{DT} / \text{AT}$$

حيث:

DT: إجمالي الديون.

AT: إجمالي الأصول.

ثانياً: الأدوات المستخدمة في الدراسة

من أجل التوصل إلى نتائج هذه الدراسة، تم الاعتماد على أسلوب البيانات المقطعية (Cross Section Data)، حيث يتيح هذا النوع من البيانات دراسة مجموعة من المؤسسات في نفس الفترة الزمنية، حيث تم اختيار مؤسسات تنشط في قطاع الصناعات الغذائية خلال سنة 2024. يتميز هذا النوع من البيانات بمجموعة من الإيجابيات كما أنه لا يخلو من بعض النقائص ويمكن تلخيصها كما يلي:

1. إيجابيات استخدام البيانات المقطعية (Cross Section Data):

- إبراز الفروقات بين المؤسسات مثل اختلاف المردودية بين مؤسسة وأخرى.
- تحليل العلاقات الاقتصادية كدراسة العلاقة بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- إمكانية مقارنة أداء المؤسسات خلال نفس الفترة.

2. عيوب استخدام البيانات المقطعية (Cross Section Data):

- عدم إظهار التغيرات عبر الزمن داخل المؤسسات.
- تأثر النتائج بالآزمت والظروف الخاصة بالسنة محل الدراسة (مثلا التأثير بفيروس كورونا خلال سنة 2019).

- احتمال وجود تحيز في النتائج في حالة إهمال خصائص المؤسسات.
- وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي البسيط والانحدار الخطي المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة وتحديد درجة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وذلك باستخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS النسخة رقم 30.

أولاً: الانحدار الخطي البسيط

يعتبر الانحدار الخطي البسيط أسلوباً إحصائياً يستخدم لدراسة وقياس العلاقة بين متغيرين، أحدهما متغير تابع يراد تفسيره أو التنبؤ به، والآخر متغير مستقل يفترض أنه يؤثر فيه. ويهدف هذا الأسلوب إلى تحديد

طبيعة وقوة واتجاه العلاقة بين المتغيرين، من خلال تقدير معادلة خطية تعبر عن التغير في المتغير التابع تبعاً للتغير في المتغير المستقل، وفق طريقة المربعات الصغرى العادية والتحقق من مجموعة فرضيات. وتتم صياغة نموذج الانحدار الخطي البسيط كما يلي:

$$Y_t = a + bX_t + \varepsilon_t$$

حيث أن:

Y: المتغير التابع،

X: المتغير المستقل،

a: ثابت الانحدار (المقطع عند محور Y)،

b: معامل الانحدار (ميل الخط المستقيم)،

ε : المتغير العشوائي،

t: الزمن.

ويتم تقدير قيمتي a و b باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares – OLS)، والتي تهدف إلى تحديد أفضل خط انحدار ممكن من خلال تقليل مجموع مربعات الفروق بين القيم الفعلية والقيم المقدرة للمتغير التابع.

ثانياً: الانحدار الخطي المتعدد

يستخدم الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضيات المتعلقة بالعلاقة بين متغير تابع (Y) وعدة متغيرات مستقلة ($X_1, X_2, \dots, X_n$)، حيث يهدف إلى قياس تأثير كل متغير مستقل على حدة في المتغير التابع، مع التحكم في تأثير باقي المتغيرات. يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد في حالة وجود متغيرين مستقلين كما يلي:

$$Y_t = a + b_1X_{1t} + b_2X_{2t} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

Y: المتغير التابع،

a: ثابت الانحدار،

b_1, b_2 : معاملات الانحدار الخاصة بالمتغيرات المستقلة،

X_1, X_2 : المتغيرات المستقلة،

ε : حد الخطأ العشوائي،

t : الزمن.

يعتبر أسلوب الانحدار الخطي المتعدد من أكثر الأساليب استخداماً في الدراسات القياسية، لما يوفره من قدرة على تحليل العلاقات السببية بين المتغيرات بشكل أكثر دقة، مقارنة بالنماذج البسيطة. كما يستخدم هذا الأسلوب في التفسير والتنبؤ بتغيرات المتغير التابع بناءً على مجموعة من المتغيرات المستقلة. كما يتميز هذا النموذج بقدرته على عزل تأثير كل متغير مستقل على المتغير التابع، مما يسمح بفهم أعمق لطبيعة العلاقات الاقتصادية والمالية محل الدراسة.

وبعد تقدير معادلة الانحدار الخطي المتعدد، يتم اختبار مدى معنوية النموذج إحصائياً، وذلك من خلال التحقق من قبول أو رفض الفرضيات المتعلقة بالمعاملات المقدرة. كما يتم اختبار المعنوية الإحصائية لكل معامل على حدة باستخدام اختبار Student (t)، وذلك للتأكد من مدى دلالة تأثير كل متغير مستقل في تفسير التغير في المتغير التابع. يضاف إلى ذلك اختبار معنوية النموذج ككل باستخدام اختبار Fisher (F)، بهدف التحقق من مدى صلاحية النموذج في تفسير العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة.

ثالثاً: خطوات التحقق من فرضيات الانحدار الخطي

يتطلب استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد التأكد مسبقاً من توفر مجموعة من الفرضيات الأساسية، وذلك لضمان صحة النموذج الإحصائي ودقة النتائج المتحصل عليها. إذ أن عدم تحقق هذه الفرضيات قد يؤدي إلى تقديرات غير دقيقة أو نتائج مضللة وتتمثل أهم هذه الفرضيات فيما يلي:

1. التحقق من شروط نموذج الانحدار الخطي

للتأكد من صلاحية نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، يتم الاعتماد على مجموعة من الاختبارات الإحصائية والرسوم البيانية التي تسمح بالتحقق من مدى تحقق الفرضيات الأساسية للنموذج، وذلك كما يلي:

- اختبار الخطية في المعلمات (**Linearity**): يتم التحقق من خطية العلاقة بين المتغيرات والتي يمكن تفسيرها من خلال الخطية في المعلمات وليس في المتغيرات.

2. اختبار التوزيع الطبيعي (Normality) : يتم فحص التوزيع الطبيعي لكل من المتغيرات أو بواقي النموذج (Residuals) باستخدام اختبارات إحصائية مثل اختبار جاركو-بيرا (Jarque-Bera) أو شابيرو-ويلك (Shapiro-Wilk)، بالإضافة إلى التمثيل البياني عبر المدرج التكراري (Histogram) ومنحنى الاحتمال الطبيعي (Normal Probability Plot).

3. اختبار التعدد الخطي (Multicollinearity): يتم الكشف عن مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة من خلال مجموعة من الاختبارات أهمها شرط الأعداد ومعامل تضخيم التباين (VIF) واختبار كلاين، الخ. وعادة ما يستخدم معامل تضخيم التباين، حيث تشير القيم المرتفعة له إلى وجود ارتباط خطي قوي بين المتغيرات المستقلة، مما قد يؤثر على دقة تقدير النموذج.

4. اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation): يتمثل الارتباط الذاتي في العلاقة بين القيم المتتالية للمتغير العشوائي في زمنين متتاليين، وعليه يتم التحقق من تقدير معامل الارتباط الذاتي بمجموعة من الطرق منها طريقة Cochran-Oreutte وطريقة Durbin-Watson وطريقة Theil-Nagar، ومن أهم اختبارات الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى، يوجد اختبار دورين-واتسون (Durbin-Watson)، حيث تشير القيم القريبة من 2 إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي، بينما تشير القيم المنخفضة أو المرتفعة بشكل كبير عن 2 إلى وجود مشكلة ارتباط ذاتي.

وسيتيم، بعد عرض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، اختبار مدى تحقق هذه الفرضيات لكل من نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، بما يضمن سلامة النموذج وصلاحيته للتقدير والتحليل.

المطلب الثاني: مجتمع، عينة الدراسة ومصادر جمع المعلومات

أولاً: مجتمع وعينة الدراسة

يضم مجتمع الدراسة كل المؤسسات الصناعية الغذائية الجزائرية الصغيرة والمتوسطة، من مختلف مناطق الوطن. حيث تم اختيار هذه المؤسسات بناء على تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب المشرع الجزائري¹. ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة تم اختيار عينة الدراسة بطريقة الملاءمة (Convenience

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 02، المؤرخ في 12 ربيع الثاني عام 1438 الموافق ل 11 يناير 2017، ص 5.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي

(Sampling)، حيث تم الاعتماد على المؤسسات التي ظهرت في قاعدة بيانات السجل التجاري واستوفت شروط الدراسة، وفقا للشروط التالية:

- أن تكون المؤسسة ناشطة خلال سنة 2024.
 - أن تكون المؤسسة صناعية غذائية.
 - أن تكون المؤسسة صغيرة أو متوسطة وفقا للتشريع الجزائري.
 - أن تتوفر القوائم المالية للمؤسسة كاملة خلال سنة 2024.
 - أن تتوفر البيانات الخاصة بالمتغيرات التابعة والمستقلة والضابطة.
- وقد تم الاعتماد في جمع البيانات على القوائم المالية (الميزانيات وجدول حساب النتائج) الخاصة بسنة 2024، وذلك بالاستعانة بقاعدة بيانات المركز الوطني للسجل التجاري، والتي توفر المعطيات المالية للمؤسسات الجزائرية بمختلف أحجامها وقطاعات نشاطها وأشكالها القانونية. وبعد استكمال مرحلة مطابقة بيانات العينة مع متطلبات النموذج القياسي للدراسة، وحذف المؤسسات التي لا تتوفر فيها الشروط السابقة، تم التوصل إلى عينة نهائية تتكون من 30 مؤسسة اقتصادية تستوفي الشروط اللازمة لإجراء التحليل الإحصائي. كما تم الالتزام بمبدأ سرية المعلومات، حيث تم التحفظ على أسماء المؤسسات وأرقام سجلاتها التجارية حفاظا على خصوصية البيانات وعدم الإفصاح عنها.

1. توزيع مؤسسات عينة الدراسة حسب الحجم:

يوضح الجدول رقم (11) تصنيف مؤسسات عينة الدراسة حسب رقم الأعمال المحقق:

الجدول رقم (11): توزيع عينة الدراسة حسب رقم أعمال المؤسسة. الوحدة: دج.

النسبة (%)	عدد المؤسسات	رقم الأعمال
26,67	8	أقل من 10 مليون (مصغرة)
50	15	أقل من 200 مليون (صغيرة)
23,33	7	بين 200 مليون و 4 مليار
100	30	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على جدول حسابات النتائج لمؤسسات الدراسة.

من خلال الجدول رقم (11) يتبين بأن ما نسبته 26,67% من عينة الدراسة هي مؤسسات مصغرة لا يتجاوز رقم أعمالها 10 مليون دج، أما 50% فهي مؤسسات صغيرة لا يتجاوز رقم أعمالها 200 مليون دج، في حين 23,33% هي مؤسسات متوسطة برقم أعمال محصور بين 200 مليون و2 مليار دج.

ثانيا: مصادر جمع المعلومات

اعتمدت الدراسة في جمع المعلومات اللازمة للجانب التطبيقي على مجموعة من المصادر، والتي يمكن تصنيفها إلى مصادر أولية ومصادر ثانوية، وذلك لما توفره من بيانات مباشرة تخدم أهداف الدراسة وتساعد في اختبار فرضياتها.

1. المصادر الأولية

تتمثل المصادر الأولية في مختلف البيانات المالية والتي تم الاعتماد عليها في إنجاز الدراسة التطبيقية، والمتمثلة أساسا في القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة، خاصة الميزانية وجدول حسابات النتائج لسنة 2024 والتي أساسها قاعدة البيانات المركز الوطني للسجل التجاري، وذلك بغرض توفير قاعدة بيانات تساعد على إجراء التحليل الإحصائي واستخلاص النتائج المتعلقة بأثر سياسات رأس المال العامل على الأداء المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

2. المصادر الثانوية

تم الاعتماد على مجموعة من المصادر الثانوية المتعلقة بموضوع الدراسة، والمتمثلة أساسا في الكتب، والمقالات العلمية، والرسائل الجامعية، والدوريات، إضافة إلى بعض المواقع الإلكترونية المتخصصة. وقد كان الهدف من الرجوع إلى هذه المصادر جمع القدر الكافي من المعارف والمعلومات المتعلقة بموضوع الدراسة، والاستفادة من الدراسات السابقة في توضيح المفاهيم والنظريات المرتبطة بسياسات رأس المال العامل والأداء المالي، فضلا عن التعرف على النتائج العلمية لهذه الدراسات بغرض تحليلها ومقارنة نتائجها.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج

يتناول هذا المبحث الجانب التحليلي للدراسة، حيث يتم في البداية اختبار مدى تحقق الفروض الإحصائية المرتبطة بنموذج الانحدار الخطي، باعتبارها شرطاً أساسياً لضمان موثوقية النتائج المتحصل عليها. ليتم الانتقال إلى عرض نتائج تقدير نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وتحليلها، قصد الكشف عن طبيعة واتجاه وقوة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع. كما سيتم في هذا المبحث مناقشة النتائج المتوصل إليها ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة.

المطلب الأول: التحليل الوصفي وتحليل الانحدار الخطي البسيط

أولاً: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يهدف التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة، سواء المتغير التابع أو المتغيرات المستقلة إلى عرض أهم المقاييس الإحصائية الوصفية التي تسمح بالتعرف على خصائص البيانات ومدى تشتتها واتجاهها العام.

1. الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

يبين الجدول رقم (12) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات عينة الدراسة والمتمثلة في سياسات الاستثمار في الأصول المتداولة (WCI)، العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، الرافعة المالية (LEV)، عمر المؤسسة (AGE) وحجم المؤسسة (SIZE).

الجدول رقم (12): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.

المتغير	حجم العينة	المتوسط الحسابي	الانحراف	أدنى قيمة	أعلى قيمة
ROA	30	0.044	0.067	0.095-	0.285
ROE	30	0.107	0.304	0.844-	0.983
WCI	30	0.563	0.271	0.168	0.984
LEV	30	0.515	0.227	0.098	0.934
SIZE	30	18.076	1.409	15.468	20.703
AGE	30	12.80	6.71	1.00	24.00

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

يبرز الجدول رقم (12) الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة لعينة مكونة من 30 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية، حيث تسمح هذه المؤشرات بتكوين فكرة أولية حول طبيعة البيانات ومدى تجانسها وتشتتها قبل الانتقال إلى التحليل القياسي.

بالنسبة لمتغير العائد على الأصول (ROA) فقد سجل متوسطا قدره 0.044، أي أن كل وحدة نقدية مستثمرة في الأصول تحقق في المتوسط عائدا يقدر بـ 4.4%. ورغم إيجابية المتوسط، إلا أن الانحراف المعياري (0.067) أكبر نسبيا من المتوسط، مما يشير إلى تفاوت معتبر في كفاءة استغلال الأصول. كما أن تسجيل قيمة دنيا سالبة (-0.095) يدل على أن بعض المؤسسات لم تتمكن من تحقيق أرباح تشغيلية كافية لتغطية تكلفة استغلال أصولها، بينما بلغت القيمة العليا 0.285، وهو ما يعكس وجود مؤسسات تتمتع بكفاءة تشغيلية مرتفعة.

فيما يخص متغير العائد على حقوق الملكية (ROE)، فقد بلغ متوسطه 0.107، ما يعني أن المؤسسات تحقق في المتوسط عائدا يقدر بـ 10.7% على أموال ملاك المؤسسات. غير أن الانحراف المعياري المرتفع نسبيا (0.304) مقارنة بالمتوسط يكشف عن تباين كبير في مستويات المردودية. كما أن وجود قيمة دنيا سالبة (-0.844) يشير إلى تعرض بعض المؤسسات لخسائر أثرت سلبا على حقوق الملكية، في حين بلغت القيمة العليا 0.983، ما يدل على وجود مؤسسات استطاعت تحقيق مستويات مرتفعة من العائد. ويعكس هذا التباين اختلاف الكفاءة الإدارية والظروف التشغيلية بين المؤسسات.

بالنسبة لمتغير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل (WCI) فقد سجل متوسطا بلغ 0.563، وهو ما يدل على أن الأصول المتداولة تمثل في المتوسط حوالي 56.3% من إجمالي الأصول، وتوحي هذه النسبة بأن المؤسسات تميل إلى تبني سياسة استثمارية معتدلة إلى محافظة نسبيا، من خلال الاحتفاظ بنسبة معتبرة من الموارد في الأصول المتداولة لضمان السيولة والقدرة على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل. كما أن الانحراف المعياري البالغ 0.271 والقيم الممتدة بين 0.168 و 0.984 تعكس وجود اختلافات واضحة في سياسات إدارة رأس المال العامل بين المؤسسات، وهو ما يعد مؤشرا مهما لدراسة انعكاس هذه السياسات على الأداء المالي.

أما بالنسبة لمتغير الرافعة المالية (LEV) فقد بلغ متوسطها 0.515، وهو ما يعني أن أكثر من نصف هيكل التمويل يعتمد في المتوسط على الموارد الخارجية. تشير هذه النسبة إلى مستوى متوسط من الاعتماد على الديون، بما يعكس توجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى المزج بين التمويل الذاتي والتمويل الخارجي. كما

أن الفارق بين الحد الأدنى (0.098) والحد الأعلى (0.934) يكشف عن اختلافات جوهرية في سياسات التمويل بين المؤسسات، حيث تعتمد بعض المؤسسات بشكل محدود على الاقتراض بينما تعتمد أخرى عليه بشكل مكثف.

بالنسبة لمتغير حجم المؤسسة (SIZE) فقد بلغ متوسطه 18.076 مع انحراف معياري منخفض نسبياً قدره 1.409، مما يدل على تقارب أحجام المؤسسات المدرجة في العينة. كما أن ضيق المجال بين القيم الدنيا والعليا نسبياً يشير إلى درجة من التجانس في حجم المؤسسات، وهو أمر يحد من تأثير التباينات الحجمية الكبيرة على نتائج الدراسة.

فيما يتعلق بمتغير عمر المؤسسة (AGE)، بلغ المتوسط الحسابي 12.80 سنة، وهو ما يدل على أن المؤسسات محل الدراسة تتمتع بخبرة معتبرة نسبياً في النشاط الاقتصادي. كما تراوح العمر بين سنة واحدة و24 سنة، مما يعكس تنوعاً واضحاً في العينة بين مؤسسات حديثة النشأة وأخرى أكثر استقراراً ونضجاً. ويؤكد الانحراف المعياري البالغ 6.71 سنوات وجود تباين معتبر في أعمار المؤسسات، وهو أمر إيجابي من الناحية الإحصائية لأنه يسمح بدراسة أثر الخبرة على الأداء المالي.

من خلال مقارنة مؤشرات التشتت بين المتغيرات، يلاحظ أن أكبر درجة من عدم التجانس تظهر في مؤشري الأداء المالي (ROE) و (ROA)، في حين يتميز متغير حجم المؤسسة بدرجة أعلى من التجانس. ويشير ذلك إلى أن الاختلافات في الأداء المالي بين المؤسسات لا ترجع بالضرورة إلى الحجم فقط، بل قد تكون مرتبطة بعوامل أخرى من بينها سياسات إدارة رأس المال العامل، وهي الفرضية التي تسعى الدراسة إلى اختبارها.

ثانياً: اختبار الشروط الأساسية للنموذج الخطي

1. نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات

يعتبر التحقق من فرضية التوزيع الطبيعي للبيانات من أهم الشروط الأساسية التي ينبغي التأكد منها قبل تطبيق نماذج الانحدار الخطي، وذلك لأن العديد من الاختبارات الإحصائية المستخدمة في تحليل الانحدار تفترض أن البيانات أو بواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي. ويساهم تحقق هذا الشرط في تعزيز موثوقية النتائج المستخلصة ودقة الاستدلال الإحصائي.

وللتحقق من مدى اقتراب بيانات الدراسة من التوزيع الطبيعي، تم الاعتماد على اختباري **Smirnov Kolmogorov** و **Shapiro-Wilk**، حيث تعد هذه الاختبارات من أكثر الأساليب الإحصائية شيوعاً في تقييم طبيعة توزيع البيانات. وتقوم فرضية العدم (H_0) في كلا الاختبارين على أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، في حين تفترض الفرضية البديلة (H_1) عدم خضوعها لهذا التوزيع.

ويتم اتخاذ القرار وفقاً لمستوى الدلالة الإحصائية (Sig)، بحيث:

- إذا كانت قيمة الدلالة الإحصائية أكبر من (0.05)، فإننا نقبل فرضية العدم، أي أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي .

- إذا كانت قيمة الدلالة الإحصائية أقل من (0.05)، فإننا نرفض فرضية العدم، أي أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي .

يبين الجدول رقم (13) نتائج اختباري **Shapiro-Wilk** و **Kolmogorov-Smirnov** للمتغيرات محل الدراسة. من خلال قيم الدلالة الإحصائية ($Sig.$) الخاصة باختبار **Shapiro-Wilk** بحكم أن عدد العينة أقل من 50 مشاهدة، يمكن استخلاص ما يلي:

- بالنسبة لمتغير سياسة الاستثمار في الأصول المتداولة (WCI) بلغت قيمة الدلالة الإحصائية (0.022)، وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يدل على أن هذا المتغير لا يتبع التوزيع الطبيعي.

- أما متغير العائد على الأصول (ROA) فقد سجل قيمة دلالة إحصائية قدرها (0.0001)، وهي أقل بكثير من (0.05)، الأمر الذي يشير إلى عدم خضوعه للتوزيع الطبيعي.

- كما سجل متغير العائد على حقوق الملكية (ROE) قيمة دلالة إحصائية بلغت (0.002)، وهي أقل من (0.05)، مما يدل كذلك على عدم اتباعه للتوزيع الطبيعي. في المقابل:

- بلغ مستوى الدلالة لمتغير الرافعة المالية (LEV) حوالي (0.485)، وهي قيمة أكبر من (0.05)، وبالتالي يمكن اعتبار هذا المتغير موزعاً توزيعاً طبيعياً.

- كما بلغت قيمة الدلالة لمتغير عمر المؤسسة (AGE) حوالي (0.432)، وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد، مما يؤكد اتباعه للتوزيع الطبيعي.

- وبالنسبة لمتغير حجم المؤسسة ($SIZE$) فقد بلغت قيمة الدلالة (0.353)، وهي كذلك أكبر من (0.05)، الأمر الذي يشير إلى أن هذا المتغير يتبع التوزيع الطبيعي.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي

تشير نتائج اختبار Shapiro-Wilk إلى أن متغيرات WCI و ROA و ROE لا تتبع التوزيع الطبيعي، في حين أن متغيرات LEV و AGE و SIZE تتبع التوزيع الطبيعي. وعليه فإن فرضية التوزيع الطبيعي تتحقق جزئياً فقط بالنسبة لمتغيرات الدراسة.

ومع ذلك، فإن عدم خضوع بعض المتغيرات للتوزيع الطبيعي لا يشكل بالضرورة عائقاً أمام تطبيق الانحدار الخطي، خاصة إذا كانت الدراسة تعتمد على بيانات مقطعية وعدد المشاهدات كافياً. كما أن الشرط الأكثر أهمية في نماذج الانحدار يتمثل في التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج (Residuals) بعد تقدير الانحدار، وهو ما سيتم التحقق منه لاحقاً.

الجدول رقم (13): اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات.

المتغير	Sig.	Shapiro-Wilk	Sig.	Kolmogorov-Smirnov
ROA	0.000	0.812	0.071	0.230
ROE	0.002	0.875	0.058	0.237
WCI	0.022	0.917	0.499	0.146
LEV	0.485	0.968	0.862	0.105
SIZE	0.353	0.962	0.815	0.111
AGE	0.432	0.966	0.958	0.088

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS.

ثالثاً: دراسة مصفوفة الارتباط

1. قياس الترابط بين المتغيرات المستقلة

تظهر نتائج تحليل مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة في الجدول رقم (14)، أن معاملات الارتباط الثنائية وفق معامل بيرسون تتسم عموماً بالضعف، حيث لم تتجاوز القيم الحد الحرج (0.80)، مما يدل على عدم وجود ارتباط خطي ثنائي قوي بين المتغيرات محل الدراسة. وبناءً عليه، لا تشير مصفوفة الارتباط في حد ذاتها إلى وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بشكل واضح.

غير أن الاعتماد على معاملات الارتباط فقط لا يعد كافياً للحكم النهائي على هذه الإشكالية، لذلك تم تعزيز التحليل باختبار عامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor – VIF) وقد أظهرت النتائج أن قيم VIF منخفضة وتراوح بين (1.04) و (1.54). وهي قيم أقل من الحد المرجعي (4)، وهو ما يدل على

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي

ضعف الترابط بين المتغيرات المستقلة. وبناء على ذلك، يمكن القول إن النموذج المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط الخطي الثنائي الحاد، كما أن مؤشرات VIF تؤكد استقرار النموذج من حيث تعدد الارتباط، مما يسمح بالاعتماد على نتائجه في تفسير العلاقات بين المتغيرات.

الجدول رقم (14): مصفوفة معاملات الارتباط.

حجم المؤسسة	عمر المؤسسة	الرافعة المالية	سياسة الاستثمار	المتغيرات
			1.000	سياسة الاستثمار
		1.000	0.004*	الرافعة المالية
	1.000	-0.211	0.227	عمر المؤسسة
1.000	0.225	-0.058	-0.025*	حجم المؤسسة

**الارتباط معنوي عند مستوى دلالة 0.05 من طرفين.

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS.

2. نتائج اختبار عامل تضخم التباين (VIF)

الجدول رقم (15): اختبار عامل تضخم التباين (VIF).

المتغير المستقل	قيمة VIF
سياسة الاستثمار في الأصول المتداولة	1.14
الرافعة المالية	1.54
عمر المؤسسة	1.10
حجم المؤسسة	1.04

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS.

رابعاً: عرض نتائج الانحدار الخطي البسيط

في إطار اختبار فرضيات الدراسة المتعلقة بأثر سياسات رأس المال العامل على الأداء المالي، يتم في هذا الجزء تحليل العلاقة بين المتغير التابع المتمثل في الأداء المالي والمتغير المستقل المتمثل في سياسات رأس المال العامل (WCI)، وذلك من خلال تطبيق نموذج الانحدار الخطي البسيط اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS.

1. الانحدار الخطي البسيط لاختبار أثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على معدل العائد على الأصول

من أجل اختبار مدى تأثير الأداء المالي بسياسات الاستثمار في رأس المال العامل، يتم صياغة الفرضيتين الإحصائيتين:

- **الفرضية الصفرية (H_0):** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والمردودية (ROA).
- **الفرضية البديلة (H_1):** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والمردودية (ROA).

الجدول رقم (16): نتائج تحليل انحدار معدل العائد على الأصول على سياسات الاستثمار في رأس المال العامل.

المتغير المستقل	المعامل (B)	الخطأ المعياري	قيمة (T)	مستوى الدلالة (Sig)
الثابت (Constant)	0.105	0.029	3.597	0.001
سياسة الاستثمار	-0.110	0.047	-2.353	0.026
R	0.406			
R ²	0.165			
D-W	2.078			
F	5.537			
Sig	0.026			

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات برنامج SPSS.

تشير نتائج جدول تحليل الانحدار إلى أن النموذج ككل ذو دلالة إحصائية، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة المرتبطة باختبار (F) حوالي (0.026)، وهي أقل من مستوى الدلالة المعتمد (0.05). وهذا يؤكد صلاحية النموذج من الناحية الإحصائية لدراسة أثر سياسة الاستثمار في العائد على الأصول.

بلغ معامل التحديد (R^2) قيمة 0.165، وهو ما يعني أن سياسة الاستثمار في الأصول المتداولة تفسر ما نسبته 16.5% من التغيرات الحاصلة في العائد على الأصول (ROA) في المؤسسات محل الدراسة، بينما تعود النسبة المتبقية لعوامل أخرى لم يتضمنها هذا النموذج البسيط. كما أظهرت النتائج وجود أثر سالب وذو

دلالة إحصائية لسياسة الاستثمار على العائد على الأصول، حيث بلغ معامل الانحدار (β) القيمة -0.110 بمستوى دلالة 0.026، وتشير هذه النتيجة إحصائياً إلى أنه كلما زاد التوجه نحو سياسة استثمارية "محافظة" (أي زيادة نسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول)، أدى ذلك إلى انخفاض في معدل العائد على الأصول بمقدار 0.11 وحدة. تتفق النتيجة الإحصائية التي أظهرت أثراً سالباً لسياسة الاستثمار في الأصول المتداولة على العائد على الأصول (ROA) مع خصوصية قطاع الصناعات الغذائية. ففي هذا القطاع، ترتبط الأصول المتداولة بشكل كبير بالمخزون (مواد أولية سريعة التلف أو منتجات نهائية). ويعتبر تبني سياسة محافظة في هذه الأصول هو الاحتفاظ بمستويات عالية من المخزون والسيولة، مما يؤدي إلى:

– ارتفاع تكاليف التخزين والتلف: خاصة وأن المنتجات الغذائية لها فترات صلاحية محددة، مما يزيد من احتمالية الخسائر.

– تجميد رأس المال: بدلاً من استثمار التدفقات النقدية في تحديث خطوط الإنتاج أو التوسع (أصول ثابتة)، يتم تجميدها في أصول متداولة لا تولد عائداً مباشراً، مما يفسر انخفاض المردودية (ROA).

وبناء عليه، فإن المؤسسات الغذائية محل الدراسة قد تحقق نتائج أفضل إذا توجهت نحو سياسة استثمارية هجومية (Aggressive Policy) نقشفية في الأصول المتداولة، من خلال تسريع دوران المخزون وتقليل السيولة العاطلة، وهو ما سينعكس إيجاباً على كفاءة استخدام الأصول وتحقيق أرباح أعلى.

2. الانحدار الخطي البسيط لاختبار أثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على ROE

من أجل قياس مدى تأثير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات مقاساً بمعدل العائد على حقوق الملكية، سيتم تحديد الفرضيتين الإحصائيتين التاليتين:

– الفرضية الصفرية (H_0): لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والعائد على حقوق الملكية (ROE).

– الفرضية البديلة (H_1): توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والعائد على حقوق الملكية (ROE).

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي

الجدول رقم (17): نتائج تحليل انحدار معدل العائد على حقوق الملكية على سياسات الاستثمار في رأس المال العامل.

المتغير المستقل	المعامل (B)	الخطأ المعياري	قيمة (T)	مستوى الدلالة (Sig)
الثابت (Constant)	0.497	1.054	0.472	0.640
سياسة الاستثمار	-1.238	1.701	-0.728	0.473
R	0.136			
R ²	0.019			
D-W	2.057			
F	0.530			
Sig	0.473			

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات برنامج SPSS.

تشير نتائج الجدول رقم (17) إلى أن نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي يربط بين سياسة الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) غير دال إحصائياً عند مستوى معنوية (0.05)، حيث بلغت قيمة مستوى الدلالة لاختبار (F) حوالي 0.530، وهي قيمة أكبر من 0.05. وهذا يعني أن النموذج لا يتمتع بقدرة تفسيرية كافية في التنبؤ بالتغيرات في العائد على حقوق الملكية.

وقد بلغ معامل التحديد (R²) القيمة 0.019، مما يعني أن سياسة الاستثمار تفسر فقط 1.9% من التغيرات الحاصلة في معدل العائد على حقوق الملكية، وهي نسبة ضئيلة جداً تؤكد ضعف الارتباط الخطي المباشر بين هذين المتغيرين في العينة محل الدراسة.

كما أظهرت النتائج أن قيمة معامل الانحدار بلغت -1.238 ولكن بمستوى دلالة (0.473)، وبما أن هذه القيمة أكبر من (0.05)، فإننا نرفض وجود أثر ذو دلالة إحصائية لسياسة الاستثمار على العائد على حقوق الملكية.

المطلب الثاني: تحليل الانحدار الخطي المتعدد

يهدف هذا المطلب إلى تقدير معالم نموذج الانحدار الخطي المتعدد لقياس أثر المتغير المستقل (سياسة الاستثمار في الأصول المتداولة) والمتغيرات الانضباطية (الرافعة المالية، عمر المؤسسة، حجم المؤسسة) على الأداء المالي مقاساً بكل من العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE).

أولاً: تقدير نموذج الانحدار

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي

سنقوم بتقدير نموذجين أساسيين للدراسة وفقا للمعادلتين التاليتين وفق كل متغير تابع:

$$FP(ROA) = \beta_0 + \beta_1 WCI + \beta_2 SIZE + \beta_3 AGE + \beta_4 LEV + \varepsilon_t$$

$$FP(ROE) = \beta_0 + \beta_1 WCI + \beta_2 SIZE + \beta_3 AGE + \beta_4 LEV + \varepsilon_t$$

الجدول رقم (18): تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الأول.

نتائج النموذج الأول (المتغير التابع ROA)			
Sig. Test	اختبار t	قيمة B	المتغيرات المستقلة
0.001	3.692	0.587	الثابت
0.057	1.997-	0.088 -	سياسات الاستثمار في رأس المال العامل
			المتغيرات الانضباطية
0,054	2,018-	0.110-	الرافعة المالية (LEV)
0.804	0.251-	0.000-	عمر المؤسسة (AGE)
0.01	2.773-	0.023-	حجم المؤسسة (SIZE)
	0,639		R
	0,408		R ²
	2,217		DW
	4,312		F
	0,009		Sig

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS.

1.1. النموذج الأول (المتغير التابع العائد على الأصول، ROA)

يتضح من خلال نتائج الانحدار الخطي المتعدد الخاصة بدراسة أثر سياسة الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي المقاس بالعائد على الأصول (ROA)، أن النموذج الإحصائي المقدر يضم متغير سياسة الاستثمار في الأصول المتداولة إلى جانب مجموعة من المتغيرات الضابطة المتمثلة في حجم المؤسسة (SIZE)، وعمر المؤسسة (AGE)، والرافعة المالية (Leverage)، وذلك بهدف عزل أثر الخصائص الداخلية للمؤسسة والتحكم فيها عند تقدير العلاقة محل الدراسة.

تشير نتائج اختبار معنوية النموذج إلى أن قيمة إحصائية (F) بلغت (4.312)، في حين بلغت القيمة الاحتمالية المصاحبة لها (Sig = 0.009) ، وهي قيمة تقل عن مستوى الدلالة المعتمد (0.05)، مما يدل على أن النموذج ككل يتمتع بدرجة كافية من المعنوية الإحصائية عند مستوى ثقة 95%. وعليه، يمكن الجزم بوجود تأثير مشترك معنوي للمتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج على العائد على الأصول خلال فترة الدراسة. أما فيما يتعلق بالقوة التفسيرية للنموذج، فقد بلغ معامل التحديد (R^2) حوالي 40.8%، وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة والضابطة المدرجة في النموذج تفسر ما يقارب 40.8% من التغيرات الحاصلة في الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة، بينما تعود النسبة المتبقية إلى عوامل أخرى لم يتم تضمينها في النموذج، وهو ما يعكس الطبيعة المعقدة للأداء المالي وتأثره بعدد كبير من المحددات التشغيلية والمالية والإدارية.

وبالانتقال إلى تحليل معاملات الانحدار الفردية، يتبين أن معامل سياسات الاستثمار في الأصول المتداولة، احتفظ بإشارته السالبة، بما يدل على استمرار العلاقة العكسية بين مستوى الاستثمار في الأصول المتداولة والعائد على الأصول. غير أن هذه العلاقة فقدت دلالتها الإحصائية بعد إدراج المتغيرات الضابطة ضمن النموذج، حيث ارتفعت القيمة الاحتمالية المصاحبة للمعامل إلى مستوى يفوق الحد المقبول إحصائياً. وتشير هذه النتيجة إلى أن الأثر الذي ظهر في نموذج الانحدار البسيط لا يعود بالكامل إلى سياسة الاستثمار في الأصول المتداولة وحدها، وإنما يتداخل جزئياً مع خصائص المؤسسة التي تم التحكم فيها ضمن نموذج الانحدار المتعدد.

كما أظهرت النتائج أن عمر المؤسسة يمثل المتغير الوحيد الذي احتفظ بدلالة إحصائية معنوية، وهو ما يشير إلى أن المؤسسات الأكبر عمراً تتمتع بقدرة أقل على تحقيق مستويات مرتفعة من الأداء المالي مقارنة بالمؤسسات الأقل عمراً، ويرجع ذلك إلى ما تتمتع به المؤسسات المنشئة حديثاً من مزايا اقتصادية وتنظيمية وقدرة أكبر على استغلال الموارد وتحقيق وفورات الحجم. في المقابل، لم يظهر كل من حجم المؤسسة والرافعة المالية أثراً معنوياً على العائد على الأصول خلال فترة الدراسة.

ومن خلال المقارنة بين نتائج الانحدار البسيط والانحدار المتعدد، يلاحظ أن سياسة الاستثمار في الأصول المتداولة كانت ذات تأثير معنوي على الأداء المالي عند اختبارها بصورة منفردة، حيث أظهرت نتائج الانحدار البسيط وجود علاقة سالبة ومعنوية إحصائياً مع العائد على الأصول. إلا أن هذا التأثير فقد دلالاته الإحصائية بعد إدراج المتغيرات الضابطة، وهو ما يدل على أن جزءاً من العلاقة الظاهرة في النموذج البسيط

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي

كان مرتبطا بخصائص المؤسسة، خاصة عمرها، وليس بسياسة الاستثمار في الأصول المتداولة وحدها. وعليه، يمكن الاستنتاج أن أثر سياسة الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي يبقى محدودا عند التحكم في الخصائص الهيكلية للمؤسسة، مما يبرز أهمية أخذ المتغيرات الضابطة بعين الاعتبار عند دراسة محددات الأداء المالي للمؤسسات.

وأخيرا، بلغت قيمة اختبار دورين-واتسون (Durbin-Watson) نحو (2.217)، وهي قيمة قريبة من الرقم (2)، مما يشير إلى عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج، الأمر الذي يؤكد سلامة أحد أهم افتراضات الانحدار الخطي ويعزز موثوقية النتائج المتحصل عليها.

2.1. النموذج الثاني (المتغير التابع: العائد على حقوق الملكية ROE)

الجدول رقم (19): تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الثاني.

نتائج النموذج الثاني (المتغير التابع ROE)			
Sig. Test	اختبار t	قيمة B	المتغيرات المستقلة
0.365	0.922	6.146	الثابت
0.631	0.486-	0.900 -	سياسات الاستثمار في رأس المال العامل
			المتغيرات الانضباطية
0.991	0.012-	0.026-	الرافعة المالية (LEV)
0.383	0.888	0.069	عمر المؤسسة (AGE)
0.327	1.000-	0.353-	حجم المؤسسة (SIZE)
	26.5%		R
	7.00%		R ²
	2.226		DW
	0.473		F
	0.755		Sig

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS.

يهدف هذا النموذج إلى دراسة أثر سياسة الاستثمار في الأصول المتداولة على الأداء المالي للمؤسسات المقاس بالعائد على حقوق الملكية (ROE)، مع التحكم في مجموعة من الخصائص الداخلية للمؤسسة والمتمثلة في الرافعة المالية وعمر المؤسسة وحجمها.

تشير نتائج الانحدار الخطي المتعدد إلى أن قيمة إحصائية (F) بلغت 0.473، بينما بلغت القيمة الاحتمالية المصاحبة لها (Sig = 0.755)، وهي قيمة تفوق مستوى الدلالة المعتمد (0.05)، مما يدل على عدم معنوية النموذج ككل إحصائياً. وعليه، لا يمكن اعتبار المتغيرات المدرجة في النموذج قادرة على تفسير التغيرات الحاصلة في العائد على حقوق الملكية لدى المؤسسات محل الدراسة خلال فترة التحليل. أما فيما يتعلق بالقوة التفسيرية للنموذج، فقد بلغ معامل التحديد (R^2) حوالي 7%، في حين بلغ معامل التحديد المعدل ($Adjusted R^2$) قيمة سالبة بلغت -7.8%، وهو ما يعكس ضعفاً شديداً في القدرة التفسيرية للنموذج. وتشير هذه النتيجة إلى أن المتغيرات المستقلة والضابطة المستخدمة لا تساهم إلا بدرجة محدودة في تفسير التباين المسجل في العائد على حقوق الملكية، وأن الجزء الأكبر من هذا التباين يعود إلى عوامل أخرى لم يتم تضمينها في النموذج.

وعلى مستوى المعاملات الفردية، أظهرت النتائج أن معامل سياسة الاستثمار في الأصول المتداولة يحمل إشارة سالبة، مما يشير نظرياً إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الاستثمار في الأصول المتداولة والعائد على حقوق الملكية، إلا أن هذه العلاقة لم تكن ذات دلالة إحصائية، حيث تجاوزت القيمة الاحتمالية المرتبطة بها مستوى الدلالة المعتمد. كما تبين أن جميع المتغيرات الضابطة المتمثلة في الرافعة المالية وعمر المؤسسة وحجمها لم تظهر أي تأثير معنوي على العائد على حقوق الملكية، وهو ما يعزز الاستنتاج القائل بأن العوامل المدرجة في النموذج لا تمثل محددات جوهرية لتفسير التغيرات في هذا المؤشر المالي داخل عينة الدراسة. وعند مقارنة هذه النتائج بنتائج الانحدار الخطي البسيط، يتبين أن سياسة الاستثمار في الأصول المتداولة لم تظهر كذلك أي تأثير معنوي على العائد على حقوق الملكية، حيث بلغت القيمة الاحتمالية لاختبار (F) نحو (0.473)، وهي أعلى من مستوى الدلالة (0.05)، كما لم تتجاوز القوة التفسيرية للنموذج البسيط نسبة (1.9%). وتشير هذه النتيجة إلى أن العلاقة بين سياسة الاستثمار في الأصول المتداولة والعائد على حقوق الملكية تبدو ضعيفة بطبيعتها، وليست ناتجة عن تأثير المتغيرات الضابطة أو عن مشكلة إحصائية في النموذج.

ويمكن تفسير هذه النتيجة بكون العائد على حقوق الملكية يتأثر بعدد كبير من العوامل المالية والاستراتيجية الأخرى، مثل هيكل التمويل، وسياسة توزيع الأرباح، ومستوى المديونية، وكفاءة الإدارة، والظروف التنافسية التي تعمل فيها المؤسسة، وهو ما يجعل أثر سياسة الاستثمار في الأصول المتداولة محدوداً وغير

كاف لتفسير التغيرات المسجلة في هذا المؤشر بصورة منفردة أو حتى بعد التحكم في بعض الخصائص الداخلية للمؤسسة.

وقد بلغت قيمة اختبار دورين-واتسون (Durbin-Watson) نحو (2.226)، وهي قيمة قريبة من الرقم (2)، مما يدل على عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج، وبالتالي فإن نتائج الانحدار المتحصل عليها يمكن اعتبارها متوافقة مع أحد الافتراضات الأساسية للانحدار الخطي.

المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة

من خلال هذا المطلب، سنقوم بمناقشة النتائج المتحصل عليها والتي تعتبر من المراحل الأساسية في البحث العلمي، حيث يتم فيها تحويل المعطيات الكمية المستخرجة من التحليل الإحصائي إلى دلالات وتفسيرات مالية، بما يسمح بتقييم مدى قبول أو رفض الفرضيات البحثية. واستناداً إلى نتائج المعالجة الإحصائية لبيانات المؤسسات محل الدراسة، سيتم تقديم المناقشة التفصيلية للفرضيات كما يلي:

أولاً: مناقشة وتفسير النتائج

1. مناقشة نتائج الدراسة

تعتبر مرحلة مناقشة النتائج من أهم مراحل البحث التطبيقي، حيث يتم فيها تفسير النتائج الإحصائية وربطها بالإطار النظري والدراسات السابقة، بهدف تحديد مدى قبول أو رفض الفرضيات المعتمدة في الدراسة. وفي هذا السياق، تم الاعتماد على نتائج الانحدار الخطي المتعدد باعتباره النموذج الأكثر دقة في قياس الأثر الصافي للمتغيرات، مع الأخذ بعين الاعتبار لنتائج الانحدار البسيط كمؤشر أولي لطبيعة العلاقة.

1.1. مناقشة الفرضية الأولى

تنص الفرضية الأولى على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لسياسات الاستثمار في رأس المال العامل على معدل العائد على الأصول (ROA). أظهرت نتائج الانحدار البسيط وجود أثر معنوي لهذا المتغير على ROA، غير أن نتائج الانحدار المتعدد، بعد التحكم في المتغيرات الضابطة، لم تؤكد هذا الأثر، حيث تبين أنه غير معنوي إحصائياً. وبناءً عليه يتم رفض الفرضية القائلة بوجود أثر مباشر لسياسات الاستثمار في رأس المال العامل على ROA.

تتوافق نتيجة هذه الدراسة مع نتائج بعض الدراسات مثل دراسة (بوساحة ويحيوي، 2020، Bolek (2013)) والتي وجدت أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل

ومردودية المؤسسة. كما بينت نتائج دراسات أولواجبينا سايبو وكايودي كولاول (2025)، (Deloof (2003)، (2014)، Enqvist et al. (2022)، Kemmouche et Mattoug (2022)، أنه ليس كل مكونات رأس المال العامل مؤثرة في مردودية المؤسسة، وأن إدخال متغيرات ضابطة إضافية يتغير تأثير سياسات رأس المال العامل على مردودية المؤسسة.

في المقابل، تختلف هذه الدراسة هذه نتائج دراسات متعددة والتي وجدت أثر لسياسات رأس المال العامل على مردودية المؤسسة مثل دراسة ماري هنرييت مياي (2023)، ودراسة Lazaridis & Tryfonidis (2006) التي وجدت علاقة معنوية قوية بين مكونات رأس المال العامل والمردودية، وهو ما قد يعود لاختلاف طبيعة العينة (شركات كبيرة مقابل مؤسسات صغيرة ومتوسطة).

بناء على نتائج الدراسة المتعلقة بالفرضية الأولى، يمكن القول إن سياسة الاستثمار في رأس المال العامل لا تمارس تأثيرا مباشرا على المردودية، بمعنى أنه مهما اختلفت سياسات إدارة رأس المال العامل (من سياسة محافظة إلى معتدلة أو جريئة في عينة الدراسة) لم تؤدي إلى اختلافات واضحة في مستويات معدل العائد على الأصول (ROA)، أي أن المؤسسات التي تحملت مخاطر أكبر من خلال سياسات أكثر جرأة لم تستطع أن تحقق بالضرورة أرباحا أعلى من المؤسسات التي اتبعت سياسات أكثر تحفظا. وإنما قد يظهر تأثيرها بشكل غير مباشر عبر قنوات وسيطة، تتمثل في تحسين السيولة، وتقليل تكاليف التمويل، ورفع كفاءة التشغيل أو أن انعكاس هذه الآثار على المردودية قد لا يكون فوريا أو ظاهرا في الأجل القصير، خاصة وأن الدراسة الحالية اعتمدت على بيانات سنة مالية واحدة فقط (2024)، مما قد يحد من إمكانية رصد الأثر الكامل لهذه السياسة على الأداء المالي.

2.1. مناقشة الفرضية الثانية

تنص الفرضية الثانية على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لسياسات الاستثمار في رأس المال العامل على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE). أظهرت نتائج الانحدار البسيط عدم وجود علاقة معنوية، وتأكدت هذه النتيجة في نموذج الانحدار المتعدد، مما يؤدي إلى رفض الفرضية القائلة بوجود أثر مباشر. تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة Bolek (2013) والتي أوضحت بأن تأثير رأس المال العامل على معدل العائد على حقوق الملكية غير دال إحصائيا. كما تدعمها دراسة Shin & Soenen (1998) التي تؤكد أن تحسين رأس المال العامل لا ينعكس دائما بشكل مباشر على حقوق الملكية.

في المقابل، تختلف هذه النتيجة مع دراسات أخرى تشير إلى وجود تأثير إيجابي مباشر، خصوصا في المؤسسات ذات القيود على السيولة المرتفعة.

وبالنظر إلى قطاع الصناعات الغذائية وهو القطاع محل الدراسة، تلعب الديون طويلة الأجل وطريقة تمويل الملكية دورا مهما في تحديد نصيب مالكي المؤسسات من الأرباح، مما يطغى على أثر كفاءة إدارة رأس المال العامل. وبالتالي، فإن قرار المؤسسة بشأن مستوى السيولة أو المخزون لا يؤثر بشكل مباشر وحتمي على مردودية أموال المالكين في ظل وجود متغيرات تمويلية أخرى مما يستوجب على الإدارة المالية الموازنة بين كفاءة الأصول وهيكل التمويل. كما أن هذا القطاع يعتبر قطاعا دفاعيا (Defensive Sector)، فالطلب على الغذاء لا يتغير كثيرا بتغير الظروف الاقتصادية. فهذا الاستقرار يجعل العائد على حقوق الملكية (ROE) يميل إلى الثبات أو التأثير بعوامل استراتيجية طويلة الأمد (مثل الحصة السوقية أو العلامة التجارية) أكثر من تأثره بالقرارات اليومية المتعلقة بحجم المخزون أو السيولة (الأصول المتداولة)، كما أن تراكم الاحتياطات في قطاع الصناعات الغذائية وإعادة استثمارها وعدم توزيعها، بل تحول جزءا كبيرا منها إلى "احتياطات" تضاف لحقوق الملكية. هذا يجعل "المقام" في علاقة معدل العائد على حقوق الملكية كبيرا ومستقرا مقارنة ببسط العلاقة وهو النتيجة الصافية التي قد تعرف تقلبات موسمية وهو ما لم يدرس في الدراسة الحالية.

3.1. مناقشة الفرضية الثالثة (المتغيرات الضابطة)

تنص الفرضية الثالثة على وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمتغيرات الضابطة (حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، والرافعة المالية) على الأداء المالي مقاسا بالمتغيرين (ROA) و (ROE).

لقد أظهرت نتائج الانحدار المتعدد أن عمر المؤسسة هو المتغير الضابط الوحيد الذي لديه أثر ذو دلالة إحصائية على الأداء المالي بالمقارنة مع المتغيرات الضابطة الأخرى وهي الرافعة المالية وحجم المؤسسة. تشير النتائج النهائية إلى أن تأثير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ليس تأثيرا مباشرا مستقلا، بل هو تأثير مشروط يتلشى عند التحكم في الخصائص الهيكلية للمؤسسة. كما تؤكد النتائج أن عمر المؤسسة يلعب دورا تفسيريا مهما في تحديد الأداء المالي، مما يعكس الطبيعة المعقدة للعلاقة بين إدارة رأس المال العامل والمردودية.

خلاصة الفصل الثاني

يهدف هذا الفصل إلى تطبيق الجانب النظري للدراسة على الواقع الميداني للتعرف عن مدى تأثير السياسات الاستثمارية في رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تم اختيار عينة من مكونة من 30 مؤسسة صناعية غذائية جزائرية صغيرة ومتوسطة، ودرستها خلال سنة 2024. تم في هذه الدراسة تصميم نموذجين قياسين يربط كل منهما المتغير التابع (الأداء المالي)، الذي تم قياسه بمعدل العائد على الأصول ROA، ومعدل العائد على الملكية ROE، والمتغير المستقل (سياسات الاستثمار في رأس المال العامل)، مع إدراج متغيرات ضابطة (حجم المؤسسة، عمر المؤسسة والرافعة المالية) من أجل عزل أثرها عن المتغيرات الرئيسية وذلك للتأكد من أن التغير في الأداء المالي يعود فعلا على سياسات الاستثمار في رأس المال العامل.

اعتمدنا في جانب التحليل على أسلوب البيانات المقطعية واستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد اعتمادا على برنامج SPSS.

في الأخير، تم عرض ومناقشة صحة فرضيات الدراسة، حيث تبين أن عدم وجود علاقة مباشرة بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والمتغير التابع (الأداء المالي).

الخاتمة

تعتبر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل من القرارات المهمة للمؤسسة، والتي لها تأثير غير مباشر على مستويات الأداء المالي المحققة. وبناءً على ما تم عرضه في هذه الدراسة، توصلنا إلى أن إدارة رأس المال العامل تمثل استراتيجية تهدف إلى تحقيق التوازن بين السيولة والربحية داخل المؤسسة.

سعت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الجزائرية الصغيرة والمتوسطة، ومن أجل تحقيق هذا الهدف تم استخدام البرنامج الإحصائي SPSS لتقدير نماذج الانحدار البسيط والمتعدد واختبار الفرضيات المطروحة.

وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير لسياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة، حيث تختلف درجة هذا التأثير باختلاف السياسة الاستثمارية المتبعة ومستوى الاستثمار في الأصول المتداولة. كما بينت النتائج أن الإدارة الرشيدة لرأس المال العامل تساهم في تحسين مؤشرات الأداء المالي وتعزيز قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها وتحقيق التوازن المالي.

وفي ضوء هذه النتائج، يمكن التأكيد على أهمية تبني سياسات استثمارية ملائمة في رأس المال العامل تأخذ بعين الاعتبار طبيعة نشاط المؤسسة واحتياجاتها التمويلية، بما يضمن تحقيق مستويات مناسبة من السيولة دون التأثير سلباً على الربحية. كما توصي الدراسة بضرورة اهتمام مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإدارة مكونات رأس المال العامل بكفاءة لما لها من دور أساسي في دعم الأداء المالي وتحقيق الاستمرارية والنمو.

نتائج الدراسة

- من خلال ما تم عرضه في الدراسة من محاولتنا للإجابة على الإشكالية خلصنا إلى النتائج التالية:
- عدم وجود تأثير مباشر بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل ومعدل العائد على الأصول ROA.
- عدم وجود تأثير مباشر بين سياسات الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE.
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عمر المؤسسة والأداء المالي للمؤسسات خلافاً للمتغيرين حجم المؤسسة والرافعة المالية.
- من خلال الدراسة التطبيقية تبين بأن السياسة المجازفة هي أكثر السياسات الاستثمارية المتبعة من قبل المؤسسات محل الدراسة حيث تبين أن 13 مؤسسة من عينة الدراسة تتبع السياسة المجازفة، حيث تتراوح نسبتها بين 16% و 40% وهي أقل من 50%.
- خمس مؤسسات من أصل 30 مؤسسة من عينة الدراسة تتبع السياسة المعتدلة، نسبتها تتراوح بين 50% و 60%.

- 12 مؤسسة من عينة الدراسة تتبع السياسة المحافظة، نسبتها تتراوح بين 66% و98% وهي أكبر من 60%.

✚ اقتراحات الدراسة

- بناء على النتائج التي توصلت إليها الدراسة، يمكن صياغة اقتراحات الدراسة على النحو الآتي:
- تطوير كفاءات المسيرين الماليين من خلال التكوين المستمر في مجال إدارة رأس المال العامل وتحليل الأداء المالي واتخاذ القرارات المالية الرشيد.
 - تعزيز الإدارة الاستراتيجية لرأس المال العامل من خلال تحقيق التوازن بين مستويات السيولة والربحية، بما يضمن الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة.
 - إجراء مراجعات دورية لمكونات رأس المال العامل من مخزون وذمم مدينة ونقدية، بهدف تحسين كفاءة استخدامها وتقليل التكاليف المرتبطة بها.
 - تطوير كفاءات المسيرين الماليين من خلال التكوين المستمر في مجال إدارة رأس المال العامل وتحليل الأداء المالي واتخاذ القرارات المالية الرشيدة.

أفاق الدراسة

- في ضوء النتائج المتوصل إليها والحدود التي واجهتها الدراسة، يمكن اقتراح مجموعة من المسارات العلمية والتي تتمثل فيما يلي:
- توسيع نطاق الدراسة ليشمل عددا أكبر من المؤسسات ومن قطاعات اقتصادية مختلفة، بما يسمح بتعميم النتائج بصورة أشمل.
 - دراسة أثر إدارة مكونات رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدلا من السياسة كمتغير إجمالي.
 - دراسة أثر سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على مؤشرات أداء مالية أخرى مثل الربح التشغيلي والقيمة المضافة للاستغلال.
 - إدراج متغيرات وسيطة أو معدلة في العلاقة بين سياسات الاستثمار في رأس المال العامل والأداء المالي، مثل الحوكمة، وهيكل الملكية، وجودة الإدارة، والتدفقات النقدية .

- إجراء دراسات مقارنة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة لمعرفة مدى اختلاف تأثير سياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي .

توسيع الفترة الزمنية للدراسة لتشمل عدة سنوات، مما يساعد على الكشف عن الآثار طويلة الأجل لسياسات الاستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي

قائمة المراجع

أولاً: الكتب

1. إدريس ثابت عبد الرحمان، والمرسي جمال الدين محمد. (2006). الإدارة الإستراتيجية: مفاهيم ونماذج تطبيقية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
2. إلياس بن ساسي، ويوسف قريشي. (2011). التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات (الجزء الأول، ط 2). الجزائر: دار وائل.
3. توفيق محمد عبد المحسن. (2003 / 2004). تقييم الأداء المالي: مدخل جديد لعالم جديد. مصر: دار الفكر العربي.
4. خليل محمد حسن الشماع. (1992). الإدارة المالية (ط 4). بغداد: مطبعة الخلود.
5. سعد عبد الرسول محمد. (1998). الصناعات الصغيرة كمدخل لتنمية المجتمع المحلي. القاهرة: المكتب العلمي للنشر والتوزيع.
6. صلاح الدين حسن السيسي. (2003). دراسات الجدوى وتقييم المشروعات (ط 1). مصر: دار الفكر العربي.
7. عبد الحليم كراجه، وفايز سليم حداد وآخرون. (2006). الإدارة والتحليل المالي: أسس، مفاهيم وتطبيقات (ط 2). عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع.
8. عبد الستار الصياح، وسعود جايد العامري. (2010). الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية. عمان: دار وائل للنشر.
9. عبد الغفار حنفي. (2006). التحليل المالي باستخدام القوائم المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
10. عبد الغني فؤاد. (2012 / 1434هـ). المنهج الإسلامي للاستثمار في رأس المال العامل. عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع.
11. عبد الله السنفي. (2013). الإدارة المالية (ط 2). صنعاء: جامعة العلوم والتكنولوجيا.
12. عزت حنفي. (2008). الإدارة المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
13. فتحي السيد عبده أبو سيد أحمد. (2005). الصناعات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية المحلية. الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
14. فلاح حسن الحسني، ومؤيد عبد الرحمان. (2006). إدارة البنوك: مدخل كمي واستراتيجي معاصر (ط 2). عمان: دار وائل للنشر.
15. محمد صالح الحناوي، ونهال فريد مصطفى وآخرون. (2011). أساسيات الإدارة المالية. جمهورية مصر.

16. محمد عبد الخالق. (2010). الإدارة المالية والمصرفية (ط 1). عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع.
17. محمد علي إبراهيم العامري. (2013). الإدارة المالية الحديثة (ط 1). عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
18. محمد مطر. (2010). التحليل المالي. عمان: دار وائل للنشر.
19. محمود فتوح وآخرون. (2019). الإدارة المالية (3): القرارات التمويلية التكتيكية، الإدارة المالية قصيرة الأجل، مواضيع متقدمة في الإدارة المالية. حلب: شعاع.
20. منير إبراهيم هندي. (2007). الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر (ط 6). الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.
21. ناصر دادي عدون، ونواصر محمد فتحي. (د.ت). دراسة الحالات المالية. الجزائر: دار الآفاق.
22. ناظم جواد عبد السيد. (2009). محاسبة الجودة: مدخل تحليلي. عمان: دار الثقافة.
23. الطيب كرشوش، المالية في المؤسسة الاقتصادية: التشخيص المالي وتسيير الخزينة، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2018.

ثانيا: الرسائل الجامعية

1. دادن عبد الغاني. (2006 / 2007). قياس وتقديم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية - حالة بورصتي الجزائر وباريس-. أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
2. زهراء جار الله حمو الجرجري. (2016). سياسات الاستثمار في رأس المال العامل وأثرها على العائد والمخاطرة: دراسة تحليلية لبعض شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص للمدة من 2006 إلى 2013. رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العراق.
3. سمير علام. (د.ت). إدارة المشروعات الصناعية. رسالة جامعية، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
4. عادل عشي. (د.ت). تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية. رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة.
5. الميداني، محمد أيمن عزت. (1998). الإدارة التمويلية في الشركات. رسالة جامعية، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران.

ثالثا: المجلات والمقتنيات العلمية

1. إسماعيل بوخاوة، وعبد القادر عطوي. (2003، ماي 25-28). التجربة التنموية في الجزائر واستراتيجية تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. بحوث ومناقشات الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول المغاربية، جامعة فرحات عباس، سطيف.

2. خوري نبيل. (2022). محاضرات في مقياس السياسات المالية للمؤسسة. مطبوعة بيداغوجية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3.
3. المجمع الدولي العربي للمحاسبين القانونيين. (2014). المحاسبة الإدارية والإدارة المالية (ج 2). عمان، الأردن.
4. محمد رزقي. (2024). علاقة سياسات استثمار وتمويل رأس المال العامل بالمرونة المالية: حالة الشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية خلال الفترة 2009-2023. مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 11، العدد 5. محمد محروس إسماعيل. (1992). اقتصاديات الصناعة والتصنيع. مصر: مؤسسة شباب المستقبل.

رابعاً: التشريعات القانونية

1. الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية. (2017، 11 يناير). الجريدة الرسمية، العدد 02، المؤرخ في 12 ربيع الثاني عام 1438هـ.

المراجع باللغة الأجنبية

1. Bolek, M. (2013). Working Capital Management, Profitability and Risk: Evidence from Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange. *Financial Internet Quarterly*, 9(4), 10-23.
2. Commission européenne. (2006). *La nouvelle définition des PME: Guide de l'utilisateur et modèle de déclaration*. Publications officielles des Communautés européennes.
3. Damodaran, A. (1997). *Corporate finance: Theory and practice*. John Wiley & Sons.
4. Deloof, M. (2003). Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3- 4), 573-588.
5. Enqvist, J., Graham, M., & Nikkinen, J. (2014). The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability in Different Business Cycles. *Research in International Business and Finance*, 32, 36-49.
6. Gitman, L. J. (2012). *Principles of managerial finance* (13th ed.). Pearson Education.
7. Grisch-Bock, M. (2025, November 5). *Financial Planning and Analyses*.
8. Heizer, J., & Render, B. (2020). *Operations Management: Sustainability and Supply Chain Management* (13th ed.). Pearson.
9. Lazaridis, I., & Tryfonidis, D. (2006). Relationship Between Working Capital Management and Profitability of Listed Companies in the Athens Stock Exchange. *Journal of Financial Management and Analysis*, 19(1), 26-43.
10. Mattoug, A., & Kemmouche, R. (2022). The Impact of Working Capital Management on Firm Performance: Evidence from Algerian Economic Sectors. *Journal of Economic and Financial Research*, 9(2), 145-162.
11. Mbaye, M. H. (2023). *Effective Working Capital Management Practice and SMEs Financial Performance: The case of SMEs operating in the service and construction sectors in Senegal* [Thèse/Rapport].

12. Moyer, R. C., McGuigan, J. R., & Kretlow, W. J. (1995). *Contemporary Financial Management*. South-Western College Publishing.
13. Ndi Zambo, B. (s.d.). *L'Évaluation de la performance: Aspects conceptuels* [Séminaire]. Séminaire sur l'Évaluation de la performance et le Développement.
14. Thauvron, A. (2005). *Évaluation des entreprises: Techniques de gestion*. Économica.
15. Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2008). *Fundamentals of financial management* (13th ed.). Financial Times / Prentice Hall.

المواقع الإلكترونية

1. Investopedia. (2026). *Financial Ratios*. Investopedia. <https://www.investopedia.com> (Consulté le 29 Mai 2026).
2. Commission européenne. (2006). *La nouvelle définition des PME : Guide de l'utilisateur et modèle de déclaration*. Office des publications officielles des Communautés européennes. (Consulté le 30 Mai 2026).
3. **IBM SPSS:** IBM Corp. (2026). *IBM SPSS Statistics*. IBM. <https://www.ibm.com/products/spss-statistics> (Consulté le 5 Avril 2026).

الملاحق

الملحق رقم 01: قائمة المؤسسات عينة الدراسة

الولاية	اسم المؤسسة	الرقم
معسكر	EURL FROAL AGRO ALIMENTAIRE	01
برج بوعريريج	SARL BISCO STAR	02
شلف	COMPLEXE AGRO ALIMENTAIRE MAZARI	03
الجزائر	BISCUITERIE SAI	04
خنشلة	SARL ELAMEL PRODUCTION AGRO ALIMENTAIRE	05
ميلة	EURL GROUZ BENHACINE PRODUCTION AGRO ALIMENTAIRE	06
تيزي وزو	SARL BISCUITERIE OLYMPIC	07
بومرداس	BISCUITERIE NETTO	08
غليزان	SARL BADRE BISCUITERIE	09
بجاية	SARL BISCUITERIE TIDJA	10
مستغانم	SARL BISCUITERIE MOSTAGANEMOIS DJAHED	11
الجزائر	ZOUHOUR EL SABAH AGRO ALIMENTAIRE	12
خنشلة	SARL : MIRAK BISCUITERIE	13
عنابة	DIETETIQUE	14
سطيف	SARL LES MOULINS LOUIZA	15
بومرداس	BISCUITERIE SAF KIFFAN	16
عنابة	CONSEILS EN INDUSTRIES AGRO ALIMENTAIRES	17
برج بوعريريج	SARL AIN TURK AGRO ALIMENTAIRE	18
برج بوعريريج	MYRALE NEUTRACEUTICAL	19
بجاية	SARL BISCUITERIE MAXI GOU	20
بويرة	SARL DOUNIA AGRO ALIMENTAIRE	21
الجزائر	EURL TMC AGRO ALIMENTAIRE	22
سطيف	EURL LALIOUI POUR COMMERCIALISATION	23
الجزائر	COMPTOIR GENERAL DE L'AGRICULTURE ET AGRO ALIMENTAIRE	24
برج بوعريريج	AGRO ALIMENTAIRE C RABEH	25
سطيف	LESTANG INTERNATIONAL VIANDES ET AGRO ALIMENTAIRES	26
سطيف	YOUCEF RAFIK INDUSTRIE ET IMPORT EXPORR	27

تلمسان	SARL TRADING D'AGROALIMENTAIRE ET CONSERVATION FRIGORIFIQUE TACF	28
بجاية	EURL RYANE AGRO ALIMENTAIRE	29
الجزائر	EURL A Z AGRO ALIMENTAIRE	30