

جامعة ميدأوشن

كلية الإدارة

ماجستير إدارة الأعمال



الدور الاستراتيجي لإدارة الخزينة في تعظيم قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية
المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول) من منظور التحول من الحارس المالي إلى الشريك
الاستراتيجي

إعداد:

الطالب/ناصر عبدالله الخضير

الرقم الأكاديمي/251002782

إشراف/

د. الفيصل عبد الحميد محمد حسن

د. فايز جراد

العام الدراسي:

2026

الإهداء

إلى منبع العطاء، وقدوة العطاء... إلى من علمني أن العلم رسالة وأن النجاح طريق يتعب من يسلكه ويشرق بمن
يؤمن به

إلى من شرفني الله بأن أكون لهم ابناً، وأسأله أن يبارك لي في عمرهم

والدي الحبيب (رحمك الله) ... ووالدتي الحبيبة

إلى شريكة الدرب وسند الحياة، التي كانت نعم العون والصبر

زوجتي الغالية... وفلذات أكبادي (أبنائي)

إلى إخوتي... وإلى كل من مد لي يد العون وشجعني على إكمال هذا العمل

إلى وطن يعانق السماء طموحاً... إلى وطن الرؤية والعطاء

المملكة العربية السعودية... أرض الحرمين وقبلة المسلمين

أهدي ثمرة هذا الجهد، سائلاً المولى عز وجل أن يكون هذا العمل خالصاً لوجهه الكريم، ونافعاً لطلبة العلم
والباحثين، ومساهماً في دعم مسيرة التحول الاستراتيجي لشركاتنا الوطنية.

الشكر والتقدير

الحمد لله أولاً وأخيراً الذي بنعمته تتم الصالحات، وبعونه وتوفيقه تم إنجاز هذا العمل.

ويسعدني أن أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى المشرفين الكريمين على هذه الدراسة:

إلى الدكتور/ الفيصّل عبد الحميد محمد حسن، على تفضله بقبول الإشراف على هذه الدراسة، ومنحي جزءاً من علمه وخبرته الواسعة، وتوجيهاته السديدة التي كانت نعم العون في إخراج هذا العمل على النحو الذي هو عليه. فقد كان صاحب الفضل بعد الله في بلورة أفكار البحث وتوجيه مساره العلمي، فجزاه الله عني خير الجزاء.

كما أتقدم بالشكر والتقدير إلى الدكتور/ فايز جراد، على ما قدمه من توجيهات قيّمة وملاحظات دقيقة كان لها الأثر الكبير في تحسين جودة هذا البحث وتطويره. فقد كان داعماً ومشجعاً طيلة فترة إعداد هذه الدراسة، فله مني جزيل الشكر والامتنان.

ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل إلى جميع أعضاء هيئة التدريس في كلية الإدارة بجامعة ميدأوشن، الذين كان لهم الفضل في بناء أساسي العلمي، وتزويدي بالمعارف التي كانت اللبنة الأولى لهذا العمل.

كما أتوجه بالشكر إلى إدارات الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول) التي ساهمت في إنجاح هذه الدراسة من خلال توفير البيانات والمعلومات اللازمة، وإتاحة الفرصة لإجراء المقابلات والاستبانات مع مدراءها الماليين وأمناء خزintها.

وأخيراً، لا يسعني إلا أن أتقدم بالشكر إلى كل من ساهم في إنجاز هذا البحث، ودعني بكلمة طيبة أو معلومة نافعة، فجزاهم الله جميعاً خير الجزاء.

والله أسأل أن يجعل هذا العمل خالصاً لوجهه الكريم، وأن ينفع به الباحثين والدارسين في مجال المالية وإدارة الخزينة

تقديم الدراسة

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين، سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين وبعد،

تشكل وظيفة إدارة الخزينة (Treasury Function) أحد الركائز الأساسية للهيكل المالي للشركات المعاصرة، حيث تطورت بشكل جذري خلال العقدین الأخيرين من كونها وحدة إدارية تقليدية تركز على المهام التشغيلية الروتينية كإدارة السيولة اليومية والعلاقات إلى شريك استراتيجي فاعل في صنع القرار على المستوى "المؤسسي". يعكس هذا التحول النقلة النوعية من مفهوم "الحارس المالي" (Financial Gatekeeper) الذي يركز على حماية الأصول والامتثال، إلى مفهوم "الشريك الاستراتيجي" (Strategic Partner) الذي يساهم في تخصيص رأس المال، وإدارة المخاطر المالية المركبة، وتعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل.

تنطلق هذه الدراسة من إشكالية جوهرية مفادها أن العديد من الشركات - ولا سيما في الأسواق الناشئة - لا تزال تنظر إلى إدارة الخزينة بوصفها مركز تكلفة (Cost Center) يمكن تهميشه في القرارات الكبرى، بدلاً من اعتبارها مركز قيمة (Value Center) قادراً على التأثير في المقاييس المالية الحاسمة كالعائد على رأس المال المستثمر (Return on Invested Capital - ROIC).

وتكلفة رأس المال المرجحة (Weighted Average Cost of Capital - WACC) وعائد المساهم الإجمالي

(Total Shareholder Return - TSR) هذا القصور في الإدراك يعرض الشركات لمخاطر جسيمة، أبرزها: عدم كفاءة تخصيص الموارد المالية، والتعرض غير المحمي لتقلبات أسعار العملات وأسعار الفائدة، وضعف إدارة رأس المال العامل (Working Capital Management) الذي ينعكس سلباً على التصنيف الائتماني وتكلفة التمويل.

تشير الأدبيات المحاسبية والمالية الحديثة إلى تزايد الاهتمام الأكاديمي والمهني بدور الخزينة الاستراتيجي

تشير دراسة Bergesio (2024) دراسة حالة معمقة على شركة أليستوم فيريوفيارا، توصلت إلى أن تطبيق نماذج الخزينة المركزية وأدوات تجميع النقد (Cash Pooling) يساهم بشكل مباشر في تحسين كفاءة السيولة وتعزيز الشفافية، المالية. وفي السياق ذاته

كما قدم Makode & Masone (2024) نموذجاً هرمياً لنضج الخزينة

(Treasury Maturity Model) يتألف من أربعة مستويات: التشغيلي، التكتيكي، الاستراتيجي، والمساهمة في الأعمال مؤكداً أن القيمة الاستراتيجية الحقيقية للخزينة لا تتحقق إلا عندما تتجاوز المستويين الأولين لتؤثر في قرارات تخصيص رأس المال وبناء قيمة المساهمين.

على المستوى التطبيقي

وأظهرت دراسة Ramos-Alves et al. (2024) تجربة شركة بريستول مايرز سكويب (BMS)

في أتمتة تحوط العملات، والتي أسفرت عن توفير ملايين الدولارات وتحسين ربحية السهم

(Earnings Per Share - EPS) بشكل ربع سنوي. كما أظهرت دراسة Citi Treasury Diagnostics (2024)

وجود علاقة طردية قوية بين كفاءة دورة التحول النقدي (Cash Conversion Cycle - CCC) والعائد التراكمي للمساهمين، حيث تفوقت الشركات الأكثر كفاءة في إدارة رأس المال العامل على نظيراتها بفارق كبير بلغ 99 نقطة مئوية في العائد التراكمي خلال الفترة 2010-2022. وتؤكد تجارب شركات رائدة مثل

Lenovo (2024) وTeva Pharmaceuticals (2024) إمكانية تحقيق مكاسب ملموسة من خلال تطوير وظيفة الخزينة، تمثلت في تحرير سيولة ضخمة، وتحسين التصنيف الائتماني، وتعزيز القدرة على تمويل النمو والابتكار. تنطلق الدراسة الحالية من هذه الأرضية النظرية والتطبيقية لتقديم إسهاماً معرفياً متميزاً على عدة مستويات أولاً: تستجيب للندرة الواضحة في الدراسات العربية التي تربط بشكل منهجي بين تطور وظيفة الخزينة ومقاييس تعظيم القيمة في الأسواق الناشئة.

ثانياً: تقدم إطاراً تفسيرياً متكاملاً يوضح آليات التأثير غير المباشر والتفاعلي بين كفاءة أداء الخزينة وقيمة الشركة، مستندة إلى أحدث المنشورات العلمية والمهنية (2024-2025).

ثالثاً: تركز على ترجمة المفاهيم الفنية المتخصصة - مثل القيمة المعرضة للخطر (Value at Risk - VaR) والتدفق النقدي المعرض للخطر (Cash Flow at Risk CFaR) والأرباح المعرضة للخطر (Earnings at Risk EaR) إلى لغة استراتيجية يفهمها صناع القرار في مجالس الإدارة ويدعمون على أساسها التوجهات والسياسات المالية.

تتبنى الدراسة منهجية علمية رصينة تجمع بين التحليل الكمي والنوعي (Mixed Methods Approach) من

خلال تحليل محتوى التقارير المالية السنوية، ودراسة حالات متعددة لشركات عالمية رائدة، وتحليل المؤشرات المالية المرتبطة بأداء الخزينة وقيمة الشركة. كما تسعى إلى تشخيص المعوقات الهيكلية والثقافية والتقنية التي تحول دون تحول إدارات الخزينة في الأسواق الناشئة إلى شركاء استراتيجيين فاعلين، مقدمة بذلك نموذجاً تطبيقياً يمكن للشركات - ولا سيما في القطاع الصناعي السعودي - الاستفادة منه في تطوير وظيفة الخزينة لديها وتعظيم قيمتها السوقية والتنافسية.

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل وقياس أثر التحول الاستراتيجي لوظيفة إدارة الخزينة من الدور التشغيلي التقليدي إلى الشريك الاستراتيجي على تعظيم قيمة الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول). وتنبع أهمية الدراسة من تزايد التحديات المالية التي تواجه الشركات في بيئة تتسم بالتقلبات في أسعار الفائدة والعملات، مما يستلزم تطوير دور إدارة الخزينة لتكون أكثر فاعلية في دعم القرارات الاستراتيجية.

تعتمد الدراسة على المنهج المختلط (Mixed Methods Approach) الذي يجمع بين التحليل الكمي والنوعي، حيث تم تحليل البيانات المالية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة خلال الفترة (2020-2025)، بالإضافة إلى الاستفادة من الدراسات التطبيقية العالمية، وإجراء مقابلات واستبانات لقياس مستوى نضج وظيفة إدارة الخزينة والمعوقات التي تواجهها.

وتستند الدراسة إلى مجموعة من المتغيرات الرئيسية، حيث يمثل مستوى نضج إدارة الخزينة المتغير المستقل، في حين تمثل إدارة السيولة، وإدارة المخاطر المالية، وإدارة رأس المال العامل، وتكلفة رأس المال متغيرات وسيطة، بينما تم قياس تعظيم قيمة الشركة باستخدام مؤشرات مثل العائد على رأس المال المستثمر (ROIC)، وعائد المساهم الإجمالي (TSR)، ومتوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC)، وربحية السهم (EPS)، ودورة التحول النقدي (CCC).

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى نضج إدارة الخزينة وتعظيم قيمة الشركة، حيث تبين أن الشركات التي تتبنى ممارسات خزينة متقدمة، مثل مركزية الخزينة واستخدام أنظمة إدارة الخزينة (TMS) وتطبيق استراتيجيات التحوط، تحقق كفاءة أعلى في إدارة السيولة، وتقلل من المخاطر المالية، وتخفف تكلفة رأس المال، مما ينعكس إيجاباً على قيمة الشركة.

كما أظهرت النتائج وجود مجموعة من المعوقات التي تحد من التحول الاستراتيجي لإدارة الخزينة في الشركات الصناعية السعودية، من أبرزها المعوقات التنظيمية والتقنية والثقافية، مثل ضعف التكامل بين الأنظمة المالية، وقلة الوعي الإداري بالدور الاستراتيجي للخزينة.

وتوصي الدراسة بضرورة تعزيز دور إدارة الخزينة كشريك استراتيجي في الشركات، والاستثمار في أنظمة إدارة الخزينة والتقنيات المالية الحديثة، وتطوير الكفاءات البشرية، بالإضافة إلى دعم الإدارة العليا لهذا التحول، بما يساهم في تحسين الأداء المالي وتعظيم قيمة الشركات في السوق السعودية.

Abstract:

This study aims to analyze and measure the impact of the strategic transformation of the treasury function from a traditional operational role to a strategic business partner on firm value maximization in industrial companies listed on the Saudi Stock Exchange (Tadawul). The significance of this study stems from the increasing financial complexities and market volatilities, particularly in interest rates, exchange rates, and commodity prices, which necessitate a more advanced and strategic role for treasury management.

The study adopts a mixed methods approach, combining both quantitative and qualitative analyses. Financial data from a sample of listed industrial companies during the period 2020–2025 were analyzed, alongside insights derived from global case studies, interviews, and survey data to assess the maturity level of treasury functions and the challenges hindering their strategic development.

The study is based on a conceptual framework in which treasury maturity level represents the independent variable, while liquidity management, financial risk management, working capital management, and cost of capital serve as mediating variables. Firm value is measured using key financial indicators, including Return on

Invested Capital (ROIC), Total Shareholder Return (TSR), Weighted Average Cost of Capital (WACC), Earnings Per Share (EPS), and Cash Conversion Cycle (CCC).

The findings reveal a statistically significant relationship between treasury maturity and firm value maximization. Companies that adopt advanced treasury practices—such as treasury centralization, the implementation of Treasury Management Systems (TMS), and the use of hedging strategies—demonstrate improved liquidity efficiency, reduced financial risks, lower cost of capital, and enhanced overall financial performance.

The study also identifies several barriers that limit the strategic transformation of treasury functions in Saudi industrial companies, including organizational, technological, and cultural challenges, such as limited integration of financial systems and insufficient managerial awareness of the strategic role of treasury.

The study recommends strengthening the strategic role of treasury management, investing in advanced financial technologies, enhancing human capital capabilities, and ensuring top management support to facilitate the transition toward a value-creating treasury function.

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

أولاً: المقدمة

تشهد بيئة الأعمال المعاصرة تحولات متسارعة نتيجة العولمة المالية، والتطور التكنولوجي، وزيادة حدة التقلبات في الأسواق العالمية، الأمر الذي انعكس بشكل مباشر على طبيعة الوظائف المالية داخل الشركات، وعلى رأسها وظيفة إدارة الخزينة (Treasury Management). فلم تعد هذه الوظيفة تقتصر على دورها التقليدي المرتبط بإدارة السيولة اليومية وتنفيذ العمليات البنكية، بل أصبحت تمثل محوراً استراتيجياً مهماً يساهم في دعم القرارات المالية الكبرى وتعزيز قدرة الشركات على تحقيق الاستدامة المالية وتعظيم القيمة.

وقد كان يُنظر إلى إدارة الخزينة تاريخياً باعتبارها "حارساً مالياً" (Financial Gatekeeper) يركز على حماية الأصول وضمان الامتثال، إلا أن هذه النظرة شهدت تحولاً تدريجياً نحو اعتبارها "شريكاً استراتيجياً" (Strategic Partner) يساهم في صياغة الاستراتيجيات المالية وإدارة المخاطر وتخصيص رأس المال بكفاءة عالية، وهو ما أكدته العديد من الدراسات الحديثة (Masone, 2024 & Makode).

ويُعزى هذا التحول إلى مجموعة من العوامل، من أبرزها تزايد تقلبات أسعار الفائدة والعملات، وتسارع الابتكار في الأدوات المالية، وظهور التقنيات المالية الحديثة (FinTech)، بالإضافة إلى ارتفاع توقعات المستثمرين فيما يتعلق بالشفافية وتحقيق العوائد المستدامة. وفي هذا السياق، تشير الأدبيات الحديثة إلى أن تطوير وظيفة إدارة الخزينة يساهم بشكل مباشر في تحسين كفاءة السيولة وتعزيز الأداء المالي للشركات (Bergesio, 2024).

كما برزت أهمية الربط بين أداء إدارة الخزينة ومؤشرات تعظيم قيمة الشركة، مثل العائد على رأس المال المستثمر (ROIC)، ومتوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC)، وعائد المساهم الإجمالي (TSR)، وربحية السهم

(EPS)، حيث لم يعد تقييم أداء الخزينة يعتمد فقط على كفاءتها التشغيلية، بل أصبح يقاس بمدى مساهمتها في خلق قيمة اقتصادية حقيقية للمساهمين. وقد أظهرت تقارير مهنية حديثة وجود علاقة قوية بين كفاءة إدارة رأس المال العامل وتعظيم عوائد المساهمين (Citi Treasury Diagnostics, 2024).

وعلى الرغم من هذا التطور في مفهوم إدارة الخزينة على المستوى العالمي، إلا أن العديد من الشركات – خاصة في الأسواق الناشئة – لا تزال تتعامل مع هذه الوظيفة من منظور تقليدي، حيث تُصنّف كمركز تكلفة بدلاً من كونها مركز قيمة، مما يؤدي إلى تهميش دورها في القرارات الاستراتيجية، مثل قرارات التمويل والاستثمار وإعادة الهيكلة. وقد يؤدي هذا القصور إلى ضعف كفاءة تخصيص الموارد المالية وزيادة التعرض للمخاطر المالية (Ramos-Alves et al., 2024).

وتزداد أهمية هذه الإشكالية في القطاع الصناعي، الذي يتميز بارتفاع كثافة رأس المال وتعقيد العمليات التشغيلية، فضلاً عن تعرضه لمخاطر متعددة مثل تقلبات أسعار السلع والعملات. الأمر الذي يتطلب وجود إدارة خزينة متقدمة قادرة على تحقيق التوازن بين السيولة والربحية، وإدارة المخاطر بشكل فعال، بما يضمن استقرار الأداء المالي وتعزيز القدرة التنافسية.

وفي المملكة العربية السعودية، تكتسب هذه القضية أهمية خاصة في ظل التحولات الاقتصادية المرتبطة برؤية المملكة 2030، والتي تهدف إلى تنويع الاقتصاد وتعزيز دور القطاع الصناعي، حيث تمثل الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول) أحد الركائز الأساسية للاقتصاد الوطني، مما يجعل تطوير وظائفها المالية – وخاصة إدارة الخزينة – ضرورة استراتيجية.

وبناءً على ما سبق، تسعى هذه الدراسة إلى تحليل الدور الاستراتيجي لإدارة الخزينة في تعظيم قيمة الشركات الصناعية السعودية، من خلال دراسة أثر التحول من الدور التشغيلي إلى الشراكة الاستراتيجية، وقياس انعكاس ذلك على مؤشرات الأداء المالي وقيمة الشركة، مستندة إلى أحدث الأدبيات والتطبيقات العملية في هذا المجال (Masone, 2024; Bergesio, 2024 & Makode).

ثانياً: مشكلة الدراسة

على الرغم من التطور الملحوظ في الأدبيات المالية والممارسات العالمية الحديثة التي تؤكد على الدور الاستراتيجي لإدارة الخزينة في تعظيم قيمة الشركات، إلا أن الواقع العملي في العديد من الشركات – خاصة في الأسواق الناشئة – لا يزال يعكس فجوة واضحة بين هذا الإطار النظري والتطبيق الفعلي. حيث تُمارس وظيفة إدارة الخزينة في كثير من الحالات ضمن نطاق ضيق يقتصر على الجوانب التشغيلية التقليدية، مثل إدارة السيولة اليومية وتنفيذ المدفوعات، دون إشراكها بشكل فعال في القرارات الاستراتيجية التي تؤثر بشكل مباشر على قيمة الشركة (Masone, 2024 & Makode).

وتتجلى هذه الفجوة بشكل أكثر وضوحاً في الشركات الصناعية، التي تتسم بطبيعة مالية معقدة نتيجة ارتفاع حجم الاستثمارات الرأسمالية، وتعدد مصادر التمويل، والتعرض الكبير لمخاطر السوق مثل تقلبات أسعار السلع والعملات وأسعار الفائدة. وعلى الرغم من هذه التحديات، لا تزال العديد من هذه الشركات تتعامل مع إدارة الخزينة بوصفها مركز تكلفة (Cost Center) بدلاً من كونها مركز قيمة (Value Center)، مما يؤدي إلى تهميش دورها في عمليات اتخاذ القرار الاستراتيجي (Bergesio, 2024).

ويترتب على هذا التهميش عدد من الآثار السلبية التي تؤثر بشكل مباشر وغير مباشر على الأداء المالي وقيمة الشركة، من أبرزها ضعف كفاءة إدارة السيولة، حيث تحتفظ بعض الشركات بأرصدة نقدية خاملة في وحدات تابعة، في الوقت الذي تلجأ فيه إلى الاقتراض بتكلفة مرتفعة، مما يعكس خللاً في إدارة النقد على المستوى المؤسسي (Citi Treasury Diagnostics, 2024).

كما يؤدي غياب الدور الاستراتيجي لإدارة الخزينة إلى زيادة التعرض غير المدار للمخاطر المالية، خاصة مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة، نتيجة ضعف تطبيق استراتيجيات التحوط، وهو ما ينعكس في تقلبات حادة في الأرباح والتدفقات النقدية (Ramos-Alves et al., 2024).

ومن جانب آخر، يظهر القصور في إدارة رأس المال العامل من خلال طول دورة التحول النقدي (CCC)، وضعف التنسيق بين إدارات المشتريات والمبيعات والخزينة، مما يؤدي إلى تجميد السيولة وتقليل كفاءة استخدام الموارد المالية، وهو ما يؤثر سلباً على قدرة الشركات على تحقيق عوائد مستدامة (Citi Treasury Diagnostics, 2024).

كما أن ضعف مساهمة إدارة الخزينة في قرارات تخصيص رأس المال، مثل الاستثمارات طويلة الأجل وعمليات الاندماج والاستحواذ، يؤدي إلى اتخاذ قرارات مالية قد لا تعكس التوازن الأمثل بين المخاطر والعوائد، وهو ما يؤثر في نهاية المطاف على تعظيم قيمة الشركة (Masone, 2024 & Makode).

وفي السياق السعودي، تبرز هذه الإشكالية بشكل واضح في الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول)، حيث تواجه هذه الشركات تحديات متزايدة في ظل الانفتاح الاقتصادي وتسارع التحول الرقمي. وعلى الرغم من التطور في البيئة التنظيمية، إلا أن مستوى نضج إدارة الخزينة لا يزال متفاوتاً، مع غياب إطار واضح يربط بين هذا النضج وبين مؤشرات تعظيم قيمة الشركة.

كما تشير الممارسات العملية إلى وجود مجموعة من المعوقات التي تحد من تحول إدارة الخزينة إلى شريك استراتيجي، يمكن تصنيفها إلى معوقات تنظيمية تتمثل في ضعف تمثيل الخزينة في الهيكل التنظيمي، ومعوقات تقنية تتمثل في محدودية استخدام أنظمة إدارة الخزينة (TMS)، بالإضافة إلى معوقات ثقافية تتعلق بضعف وعي الإدارة العليا بالدور الاستراتيجي للخزينة ومقاومة التغيير داخل المنظمة (Bergesio, 2024).

وبناءً على ما سبق، تتمثل مشكلة الدراسة في وجود فجوة معرفية وتطبيقية تتعلق بعدم وضوح وقياس أثر التحول الاستراتيجي لوظيفة إدارة الخزينة على تعظيم قيمة الشركات الصناعية في السوق السعودية، بالإضافة إلى محدودية الدراسات التي تناولت هذا الموضوع في السياق العربي بشكل منهجي وتطبيقي. ومن هنا تسعى هذه الدراسة إلى تحليل هذه العلاقة، وقياس أثرها، وتقديم إطار تطبيقي يساهم في تعزيز دور إدارة الخزينة كشريك استراتيجي في تعظيم قيمة الشركة

ثالثاً: تساؤلات الدراسة

التساؤل الرئيسي:

في ضوء ما تشير إليه الأدبيات الحديثة من أهمية التحول الاستراتيجي لوظيفة إدارة الخزينة في دعم القرارات المالية وتعظيم قيمة الشركة (Masone, 2024 & Makode)، يتمثل التساؤل الرئيسي للدراسة في:

كيف يمكن لإدارة الخزينة في الشركات الصناعية السعودية المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول) أن تنتقل من الدور التشغيلي التقليدي إلى الدور الاستراتيجي كشريك فاعل، وما هو الأثر الكمي والنوعي لهذا التحول على تعظيم قيمة الشركة مقاسة بمؤشرات الأداء المالي الرئيسية مثل ROIC وTSR وWACC وEPS وكفاءة إدارة رأس المال العامل (CCC)؟

ثانياً: التساؤلات الفرعية

في ضوء ما توصلت إليه الدراسات الحديثة حول دور إدارة الخزينة في تحسين الأداء المالي وإدارة المخاطر (Bergesio, 2024; Citi Treasury Diagnostics, 2024)، تتفرع عن التساؤل الرئيسي مجموعة من التساؤلات الفرعية، وهي:

1. ما مستوى نضج وظيفة إدارة الخزينة في الشركات الصناعية السعودية، وإلى أي مدى تتباين هذه المستويات بين الشركات من حيث الانتقال من الخزينة التشغيلية إلى الخزينة الاستراتيجية؟
2. ما طبيعة العلاقة بين تبني ممارسات الخزينة الحديثة – مثل مركزية الخزينة (Treasury Centralization) و أنظمة إدارة الخزينة (TMS) – وبين كفاءة إدارة السيولة في الشركات الصناعية؟
3. إلى أي مدى تسهم استراتيجيات إدارة المخاطر المالية، خاصة التحوط من مخاطر العملات وأسعار الفائدة، في تقليل تقلبات الأرباح وتحسين جودة الأرباح، وهو ما أكدته بعض الدراسات الحديثة (Ramos-Alves et al., 2024)؟
4. ما أثر تحسين إدارة رأس المال العامل، وخاصة تقصير دورة التحول النقدي (CCC)، على مؤشرات تعظيم قيمة الشركة مثل العائد على رأس المال المستثمر (ROIC) وعائد المساهم الإجمالي (TSR)، في ظل ما تشير إليه التقارير المهنية الحديثة (Citi Treasury Diagnostics, 2024)؟

5. ما العلاقة بين تطور وظيفة إدارة الخزينة وتخفيض متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC) في الشركات الصناعية السعودية؟
6. إلى أي مدى تسهم أنظمة إدارة الخزينة (TMS) والتكنولوجيا المالية (FinTech) في تحسين دقة التنبؤات النقدية، ودعم قرارات تخصيص رأس المال، وتعزيز الدور الاستراتيجي للخزينة؟
7. ما طبيعة الدور الذي تلعبه إدارة الخزينة في القرارات الاستراتيجية داخل الشركات الصناعية، مثل قرارات التمويل والاستثمار وعمليات الاندماج والاستحواذ؟
8. ما أبرز المعوقات التي تحد من تحول إدارة الخزينة إلى شريك استراتيجي في الشركات الصناعية السعودية، سواء كانت تنظيمية أو تقنية أو ثقافية، كما أشارت بعض الدراسات الحديثة (Bergesio, 2024)؟
9. كيف يمكن ترجمة أدوات قياس المخاطر المالية، مثل (VaR و CFaR و EaR)، إلى مؤشرات استراتيجية قابلة للفهم والاستخدام من قبل الإدارة العليا؟
10. ما الإطار المقترح الذي يمكن من خلاله تعزيز دور إدارة الخزينة كشريك استراتيجي بما يسهم في تعظيم قيمة الشركات الصناعية في السوق السعودية

رابعاً: أهداف الدراسة

الهدف الرئيسي:

في ضوء ما تشير إليه الأدبيات الحديثة حول أهمية تطوير وظيفة إدارة الخزينة ودورها في دعم القرارات المالية وتعظيم قيمة الشركة (Masone, 2024; Bergesio, 2024 & Makode)، يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في:

تحليل وقياس أثر التحول الاستراتيجي لوظيفة إدارة الخزينة من الدور التشغيلي التقليدي إلى الشريك الاستراتيجي على تعظيم قيمة الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول)، من خلال بناء نموذج تفسيري يربط بين مستوى نضج إدارة الخزينة ومؤشرات الأداء المالي الرئيسة، وتقديم إطار تطبيقي يمكن للشركات الاستفادة منه في تطوير وظيفة الخزينة لديها.

ثانياً: الأهداف الفرعية

انطلاقاً من نتائج الدراسات الحديثة التي أكدت أهمية إدارة السيولة والمخاطر المالية ورأس المال العامل في تحسين الأداء المالي وتعظيم قيمة الشركة (Citi Treasury Diagnostics, 2024; Ramos-Alves et al., 2024)، تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

1. تحديد مستوى نضج وظيفة إدارة الخزينة في الشركات الصناعية السعودية، وتحليل مراحل تطورها من الخزينة التشغيلية إلى الخزينة الاستراتيجية، في ضوء نماذج النضج الحديثة (Masone, & Makode, 2024).
2. تحليل أثر ممارسات إدارة الخزينة الحديثة، مثل مركزية الخزينة (Treasury Centralization) وأنظمة إدارة الخزينة (TMS)، على تحسين كفاءة إدارة السيولة وتقليل الأرصدة النقدية الخاملة، وهو ما أشارت إليه بعض الدراسات التطبيقية (Bergesio, 2024).
3. قياس أثر إدارة المخاطر المالية (مخاطر العملات، وأسعار الفائدة، والسلع) على استقرار الأرباح وجودة الأداء المالي، وانعكاس ذلك على قيمة الشركة، في ضوء الأدبيات التي تناولت دور التحوط في تقليل التقلبات المالية (Ramos-Alves et al., 2024).

4. دراسة دور إدارة رأس المال العامل في تعظيم قيمة الشركة، من خلال تحليل أثر تقصير دورة التحول النقدي (CCC) على:

○ العائد على رأس المال المستثمر (ROIC)

○ عائد المساهم الإجمالي (TSR)

وذلك استناداً إلى ما تشير إليه التقارير المهنية الحديثة (Citi Treasury Diagnostics, 2024).

5. تحليل العلاقة بين تطور وظيفة إدارة الخزينة وتكلفة التمويل، من خلال قياس أثرها على متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC)، باعتباره أحد المؤشرات الأساسية لتقييم قيمة الشركة.

6. تقييم دور التكنولوجيا المالية (FinTech) وأنظمة إدارة الخزينة (TMS) في دعم التحول الاستراتيجي للخزينة، وتحسين دقة التنبؤات النقدية، وتعزيز كفاءة اتخاذ القرار المالي.

7. تحليل مدى مساهمة إدارة الخزينة في القرارات الاستراتيجية داخل الشركات الصناعية، مثل قرارات التمويل والاستثمار وإعادة الهيكلة، ومدى تأثير ذلك على الأداء المالي.

8. تشخيص المعوقات التي تحد من تحول إدارة الخزينة إلى شريك استراتيجي، سواء كانت تنظيمية أو تقنية أو ثقافية، في ضوء ما أشارت إليه الدراسات الحديثة (Bergesio, 2024).

9. تقديم إطار تطبيقي متكامل يربط بين استراتيجية إدارة الخزينة واستراتيجية الشركة، بما يساهم في تعظيم قيمة الشركة وتحسين مركزها التنافسي

خامساً: أهمية الدراسة

الأهمية العلمية (النظرية)

تنبع الأهمية العلمية لهذه الدراسة من إسهامها في تطوير المعرفة في مجال الإدارة المالية، وبشكل أكثر تحديداً في حقل إدارة الخزينة، من خلال تقديم معالجة علمية متكاملة تربط بين تطور وظيفة الخزينة وتعظيم قيمة الشركة في سياق الأسواق الناشئة. ويمكن إبراز هذه الأهمية من خلال المحاور التالية:

1. سد الفجوة البحثية في الأدبيات العربية

تعاني الأدبيات العربية من ندرة الدراسات التي تناولت وظيفة إدارة الخزينة من منظور استراتيجي وربطتها بشكل مباشر بمقاييس تعظيم القيمة مثل (WACC ، TSR ، ROIC)، مما يجعل هذه الدراسة إضافة نوعية تسهم في إثراء المحتوى العلمي العربي في هذا المجال.

2. تقديم إطار نظري متكامل للعلاقة بين الخزينة وقيمة الشركة

تقدم الدراسة نموذجاً تفسيرياً يوضح آليات التأثير المباشر وغير المباشر لوظيفة إدارة الخزينة على قيمة الشركة، من خلال الربط بين إدارة السيولة، وإدارة المخاطر المالية، وتخصيص رأس المال، ومؤشرات الأداء المالي.

3. دمج المفاهيم المالية الحديثة في إطار تحليلي موحد

تسهم الدراسة في دمج مجموعة من المفاهيم المالية المتقدمة مثل:

○ القيمة المعرضة للخطر (VaR)

○ التدفق النقدي المعرض للخطر (CFaR)

○ الأرباح المعرضة للخطر (EaR)

ضمن إطار استراتيجي يساعد على فهم دور هذه الأدوات في دعم اتخاذ القرار.

4. تطوير نموذج نضج وظيفة الخزينة (Treasury Maturity Model)

تعتمد الدراسة على نماذج حديثة لنضج الخزينة، وتعمل على توظيفها وتحليلها في سياق تطبيقي، مما يسهم في تطوير هذا النموذج وإبراز أبعاده في البيئات الاقتصادية الناشئة.

5. الربط بين النظرية والتطبيق

تجمع الدراسة بين الأطر النظرية الحديثة والتطبيقات العملية من خلال تحليل تجارب شركات عالمية، مما يعزز من موثوقية النتائج ويجعلها أكثر قابلية للتعميم والاستفادة الأكاديمية.

6. تحديث الأدبيات المالية ببيانات معاصرة

تستند الدراسة إلى أحدث الدراسات والتقارير المهنية (2024-2025)، مما يمنحها بعداً معاصراً ويعكس التطورات الحديثة في مجال إدارة الخزينة.

7. تقديم أساس علمي لدراسات مستقبلية

تفتح هذه الدراسة المجال أمام الباحثين لإجراء دراسات لاحقة في مجالات مرتبطة مثل:

- التحول الرقمي في الإدارة المالية
- دور الذكاء الاصطناعي في الخزينة
- العلاقة بين الحوكمة المالية وقيمة الشركة

الأهمية التطبيقية (العملية)

تتمثل الأهمية التطبيقية لهذه الدراسة في إسهامها في تقديم نتائج وتوصيات عملية قابلة للتطبيق، يمكن أن تستفيد منها الشركات الصناعية وصناع القرار في تطوير وظيفة إدارة الخزينة وتعزيز دورها الاستراتيجي في تعظيم قيمة الشركة. ويمكن توضيح ذلك من خلال المحاور التالية:

1. دعم صناع القرار المالي في الشركات

توفر الدراسة إطاراً عملياً يساعد المديرين الماليين (CFOs) ومديري الخزينة على فهم الدور الاستراتيجي لوظيفة الخزينة، وكيفية توظيفها في تحسين جودة القرارات المالية، خاصة المتعلقة بالتمويل والاستثمار وإدارة السيولة.

2. تحسين كفاءة إدارة السيولة

تقدم الدراسة أدوات وآليات عملية تساعد الشركات على:

- تقليل الأرصدة النقدية الخاملة

○ تحسين إدارة التدفقات النقدية

○ تحقيق التوازن بين السيولة والربحية

مما يؤدي إلى رفع كفاءة استخدام الموارد المالية.

3. تعزيز إدارة المخاطر المالية

تسهم نتائج الدراسة في مساعدة الشركات على تطوير استراتيجيات فعالة لإدارة المخاطر، خاصة:

○ مخاطر أسعار الصرف

○ مخاطر أسعار الفائدة

○ مخاطر السلع

وذلك من خلال تبني أدوات التحوط المناسبة وتقليل التقلبات في الأرباح والتدفقات النقدية.

4. خفض تكلفة التمويل وتحسين هيكل رأس المال

تساعد الدراسة الشركات على فهم العلاقة بين دور إدارة الخزينة وتكلفة رأس المال، مما يمكنها من:

○ تحسين قرارات الاقتراض

○ اختيار مزيج التمويل الأمثل

○ تقليل متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC)

5. تحسين إدارة رأس المال العامل

تقدم الدراسة حلولاً عملية لتقليل دورة التحول النقدي (CCC)، من خلال تحسين إدارة:

○ المخزون

○ الذمم المدينة

○ الذمم الدائنة

مما يسهم في تحرير السيولة وزيادة الكفاءة التشغيلية.

6. دعم التحول الرقمي في إدارة الخزينة

تسلط الدراسة الضوء على أهمية تبني أنظمة إدارة الخزينة (TMS) والتقنيات المالية الحديثة (FinTech)، ودورها في:

- تحسين دقة التنبؤات النقدية

- تعزيز سرعة اتخاذ القرار

- رفع مستوى الشفافية والرقابة المالية

7. تعزيز الدور الاستراتيجي لإدارة الخزينة داخل الشركات

تساعد الدراسة الإدارات العليا على إعادة تقييم موقع إدارة الخزينة داخل الهيكل التنظيمي، وتمكينها من المشاركة في:

- التخطيط الاستراتيجي

- قرارات الاستثمار

- عمليات الاندماج والاستحواذ

8. تقديم إطار عملي قابل للتطبيق في السوق السعودية

تأخذ الدراسة بعين الاعتبار خصوصية البيئة الاقتصادية والتنظيمية في المملكة العربية السعودية، مما يجعل توصياتها قابلة للتطبيق في الشركات الصناعية المحلية، ومتوافقة مع توجهات رؤية المملكة 2030.

9. مساعدة الجهات التنظيمية والمهنية

يمكن أن تستفيد الجهات التنظيمية والهيئات المهنية من نتائج الدراسة في:

- تطوير السياسات المالية

- وضع إرشادات لتحسين ممارسات إدارة الخزينة

- رفع مستوى الشفافية والإفصاح المالي

سادساً: فروض الدراسة

الفرض الرئيسي:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى النضج الاستراتيجي لوظيفة الخزينة وقيمة الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية السعودية، المقاسة بمؤشرات السوق والأداء المالي.

الفروض الفرعية:

الفرض	الصياغة	مؤشرات القياس المقترحة
الفرض الأول	يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتطبيق أنظمة إدارة الخزينة (TMS) على تحسين كفاءة السيولة (خفض الأرصدة الخاملة وتحسين نسبة السيولة السريعة) في الشركات الصناعية السعودية، مما ينعكس إيجاباً على قدرتها على تمويل المخزون والوفاء بالتزاماتها التشغيلية.	- وجود نظام TMS -نسبة السيولة السريعة -متوسط الأرصدة النقدية الخاملة -معدل دوران المخزون
الفرض الثاني	تؤدي إدارة المخاطر المالية المتقدمة (خاصة تحوط العملات وأسعار الفائدة وتقلبات في ربحية السهم (EPS) للشركات الصناعية السعودية التي تعتمد على استيراد المواد الخام أو تعتمد على استيراد المواد الخام أو تصدير المنتجات، مما يعزز قيمتها السوقية.	-نسبة تغطية التحول -معامل اختلاف EPS - التعرض لأسعار السلع - نسبة الصادرات / الواردات
الفرض الثالث	تساهم مركزية وظيفة الخزينة (Treasury centralization) في تحسين كفاءة تخصيص رأس المال وتقليل تكاليف التمويل الإجمالية WACC للشركات الصناعية المتعددة الفروع أو الكيانات التابعة.	-درجة المركزية -WACC (متوسط تكلفة رأس المال) - وفورات الحجم في التمويل
الفرض الرابع	يؤدي تقصير دورة التحول النقدي (CCC) من خلال مبادرات الخزينة المشتركة مع إدارتي المشتريات والمبيعات إلى تحقيق عائد تراكمي أعلى للمساهمين في الشركات الصناعية، خاصة تلك ذات الكثافة الرأسمالية العالية.	-CCC (دورة التحول النقدي) - أيام المخزون - أيام التحصيل - أيام السداد -TSR
الفرض الخامس	توجد علاقة تفاعلية بين تبني التكنولوجيا المالية FinTech في الخزينة وتحقيق الريادة في إدارة رأس المال العامل في القطاع الصناعي السعودي، خاصة في ظل التحول الرقمي الذي تشهده المملكة.	-عدد تطبيقات FinTech المستخدمة - كفاءة رأس المال العامل - مؤشر الريادة القطاعية

الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة

أولاً: مفهوم إدارة الخزينة (Treasury Management)

تُعد إدارة الخزينة أحد الركائز الأساسية في الإدارة المالية الحديثة، حيث تُعنى بإدارة التدفقات النقدية، وضمان توافر السيولة، وإدارة العلاقات المصرفية، والتحكم في المخاطر المالية. وقد شهد هذا المفهوم تطوراً ملحوظاً خلال السنوات الأخيرة، حيث لم يعد يقتصر على الجوانب التشغيلية، بل أصبح يمتد ليشمل الأبعاد الاستراتيجية المرتبطة بتعظيم قيمة الشركة (Makode & Masone, 2024).

وتشمل إدارة الخزينة مجموعة من الأنشطة الأساسية، مثل إدارة السيولة، وإدارة المخاطر المالية، وإدارة التمويل، وإدارة العلاقات المصرفية، وهي جميعها عناصر تسهم في تحسين الكفاءة المالية وتعزيز الاستقرار المالي للشركات.

ثانياً: تطور دور إدارة الخزينة

شهدت وظيفة إدارة الخزينة تحولاً جذرياً من دورها التقليدي كوظيفة تشغيلية إلى دور استراتيجي متكامل. ففي المرحلة التشغيلية، تركز الخزينة على تنفيذ العمليات اليومية مثل المدفوعات وإدارة الحسابات البنكية، بينما في المرحلة التكتيكية تتوسع لتشمل التخطيط النقدي وإدارة رأس المال العامل.

أما في المرحلة الاستراتيجية، فتسهم إدارة الخزينة في اتخاذ القرارات المالية الكبرى، مثل تحديد هيكل رأس المال، وإدارة المخاطر، وتخصيص الموارد المالية، وهو ما يعزز من دورها كشريك استراتيجي داخل المنظمة (Bergesio, 2024).

ثالثاً: إدارة السيولة وعلاقتها بقيمة الشركة

تُعد إدارة السيولة من أهم وظائف إدارة الخزينة، حيث تهدف إلى تحقيق التوازن بين توافر النقد الكافي لمواجهة الالتزامات وبين استثماره لتحقيق عوائد أعلى. وتشير الأدبيات إلى أن الإدارة الفعالة للسيولة تسهم في تقليل تكلفة التمويل وتحسين التصنيف الائتماني وزيادة ثقة المستثمرين (Citi Treasury Diagnostics, 2024).

كما أن الاحتفاظ بمستويات مناسبة من السيولة يساعد الشركات على مواجهة الأزمات المالية وتقليل مخاطر التعثر، مما ينعكس إيجاباً على قيمة الشركة.

رابعاً: إدارة المخاطر المالية (Financial Risk Management)

تتعرض الشركات لعدد من المخاطر المالية، مثل مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة وتقلبات أسعار السلع. وتلعب إدارة الخزينة دوراً محورياً في قياس هذه المخاطر وإدارتها باستخدام أدوات مثل التحوط والمشتقات المالية.

وتشير الدراسات إلى أن الإدارة الفعالة للمخاطر تسهم في تقليل تقلبات الأرباح وتحسين استقرار التدفقات النقدية، مما يؤدي إلى تعزيز قيمة الشركة (Ramos-Alves et al., 2024).

كما أن استخدام أدوات قياس المخاطر مثل القيمة المعرضة للخطر (VaR) يساعد في اتخاذ قرارات مالية أكثر دقة.

خامساً: إدارة رأس المال العامل (Working Capital Management)

تُعد إدارة رأس المال العامل من المجالات الأساسية التي تؤثر فيها إدارة الخزينة، حيث تشمل إدارة الذمم المدينة والمخزون والذمم الدائنة. ويُعد مؤشر دورة التحول النقدي (CCC) من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس كفاءة إدارة رأس المال العامل.

وتشير الأدبيات إلى أن تقصير دورة التحول النقدي يسهم في تحسين السيولة وتقليل الحاجة إلى التمويل الخارجي وزيادة الربحية، مما ينعكس إيجاباً على قيمة الشركة (Citi Treasury Diagnostics, 2024).

سادساً: تكلفة رأس المال وتعظيم قيمة الشركة

يُعد متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC) من أهم المؤشرات التي تعكس تكلفة التمويل، حيث يؤثر بشكل مباشر على تقييم الاستثمارات وقيمة الشركة. وتسهم إدارة الخزينة في خفض هذه التكلفة من خلال تحسين هيكل رأس المال واختيار مصادر التمويل المناسبة.

كما أن تقليل تكلفة رأس المال يؤدي إلى زيادة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، مما يسهم في تعظيم قيمة الشركة (Masone, 2024 & Makode).

سابعاً: دور التكنولوجيا المالية (FinTech) في إدارة الخزينة

شهدت إدارة الخزينة تطوراً كبيراً نتيجة استخدام التكنولوجيا المالية، حيث أصبحت أنظمة إدارة الخزينة (TMS) والتحليلات المتقدمة أدوات أساسية في تحسين كفاءة العمليات المالية.

وتسهم هذه التقنيات في:

- تحسين دقة التنبؤات النقدية
- تسريع اتخاذ القرار
- تعزيز الشفافية المالية

وقد أكدت الدراسات أن التحول الرقمي في إدارة الخزينة يمثل عاملاً حاسماً في تطوير دورها الاستراتيجي (Bergesio, 2024).

ثانياً: المنطلقات النظرية (Theoretical Foundations)

1. نظرية تعظيم قيمة المساهمين

تفترض هذه النظرية أن الهدف الأساسي للشركات هو تعظيم ثروة المساهمين من خلال زيادة التدفقات النقدية وتقليل المخاطر وخفض تكلفة رأس المال، وهو ما يتوافق مع الدور الاستراتيجي لإدارة الخزينة (Masone, 2024 & Makode).

2. نظرية الوكالة (Agency Theory)

توضح هذه النظرية العلاقة بين الإدارة والمساهمين، حيث قد تنشأ تعارضات في المصالح، وتلعب إدارة الخزينة دوراً في تقليل هذه التعارضات من خلال تعزيز الشفافية وتحسين الرقابة المالية.

3. نظرية المقايضة (Trade-Off Theory)

تشير هذه النظرية إلى أن الشركات تسعى لتحقيق توازن بين مزايا التمويل بالدين وتكاليفه، وتساعد إدارة الخزينة في تحديد هذا التوازن من خلال إدارة هيكل رأس المال.

4. نظرية ترتيب مصادر التمويل (Pecking Order Theory)

تفترض أن الشركات تفضل التمويل الداخلي ثم الديون ثم إصدار الأسهم، وهو ما يبرز أهمية إدارة السيولة داخل الشركة.

5. نظرية إدارة المخاطر

تركز على أهمية تقليل التقلبات المالية وتحقيق الاستقرار، وهو ما يعزز قيمة الشركة ويقلل من تكلفة رأس المال (Ramos-Alves et al., 2024).

6. نظرية الموارد والقدرات (RBV)

ترى أن الميزة التنافسية تعتمد على الموارد الداخلية، ومنها الكفاءات المالية، وبالتالي فإن تطوير إدارة الخزينة يمثل مصدراً مهماً للميزة التنافسية

6. نظرية الموارد والقدرات (Resource-Based View - RBV)

ترى هذه النظرية أن الميزة التنافسية للشركة تعتمد على مواردها وقدراتها الداخلية، ومنها:

- الكفاءات المالية
- نظم إدارة الخزينة
- القدرات التحليلية

وبالتالي، فإن تطوير إدارة الخزينة يمثل مصدرًا للميزة التنافسية

وظائف إدارة الخزينة الأساسية (Core Functions of Treasury Management)

تُعد إدارة الخزينة من الوظائف المحورية في الإدارة المالية الحديثة، حيث تضطلع بمجموعة من المهام الأساسية التي تهدف إلى ضمان الاستقرار المالي وتعزيز كفاءة استخدام الموارد، بما يسهم في تعظيم قيمة الشركة. وقد تطورت هذه الوظائف من مهام تشغيلية تقليدية إلى أدوار استراتيجية متكاملة. ويمكن عرض أهم وظائف إدارة الخزينة على النحو التالي:

1. إدارة السيولة (Liquidity Management)

تُعد إدارة السيولة من أهم وظائف إدارة الخزينة، حيث تهدف إلى ضمان توفر النقد الكافي للوفاء بالالتزامات المالية في الوقت المناسب، دون الاحتفاظ بمستويات زائدة تؤثر على ربحية الشركة.

وتشمل هذه الوظيفة:

- التنبؤ بالتدفقات النقدية (Cash Forecasting)
- إدارة الأرصدة النقدية
- تحديد الاحتياجات التمويلية قصيرة الأجل
- استثمار الفوائض النقدية

وتسهم الإدارة الفعالة للسيولة في تقليل مخاطر التعثر المالي وتحسين كفاءة استخدام الأموال.

2. إدارة النقد (Cash Management)

ترتبط إدارة النقد بإدارة العمليات اليومية المتعلقة بالتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وتشمل:

- تحصيل الإيرادات
- تنفيذ المدفوعات
- إدارة الحسابات البنكية
- تحسين دورة النقد

وتهدف هذه الوظيفة إلى تسريع التدفقات النقدية الداخلة وتأخير الخارجة بشكل مدروس، بما يعزز السيولة المتاحة للشركة.

3. إدارة المخاطر المالية (Financial Risk Management)

تواجه الشركات مجموعة من المخاطر المالية التي قد تؤثر على استقرارها المالي، وهنا يأتي دور إدارة الخزينة في تحديد هذه المخاطر وقياسها وإدارتها.

وتشمل أهم أنواع المخاطر:

- مخاطر أسعار الصرف
- مخاطر أسعار الفائدة
- مخاطر تقلب أسعار السلع

وتستخدم إدارة الخزينة أدوات متعددة مثل:

- التحوط (Hedging)
- العقود الآجلة والمشتقات المالية
- نماذج القياس مثل VaR

وتهدف هذه الوظيفة إلى تقليل تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية.

4. إدارة التمويل (Funding Management)

تتمثل هذه الوظيفة في تأمين مصادر التمويل اللازمة لتلبية احتياجات الشركة، سواء على المدى القصير أو الطويل.

وتشمل:

- التخطيط للتمويل
- اختيار مصادر التمويل (قروض، سندات، تمويل داخلي)
- التفاوض مع البنوك والمؤسسات المالية
- إدارة هيكل رأس المال

وتسهم هذه الوظيفة في خفض تكلفة التمويل وتحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد.

5. إدارة العلاقات المصرفية (Bank Relationship Management)

تقوم إدارة الخزينة بإدارة العلاقات مع البنوك والمؤسسات المالية، بما يضمن الحصول على أفضل الخدمات والشروط التمويلية.

وتشمل هذه الوظيفة:

- اختيار البنوك المناسبة
- التفاوض على التسهيلات الائتمانية
- إدارة الاتفاقيات المصرفية
- تقييم أداء البنوك

وتعد هذه الوظيفة أساسية لتعزيز كفاءة العمليات المالية وتقليل التكاليف.

6. إدارة رأس المال العامل (Working Capital Management)

تلعب إدارة الخزينة دورًا مهمًا في تحسين كفاءة رأس المال العامل من خلال التنسيق مع الإدارات الأخرى.

وتشمل:

- إدارة الذمم المدينة
- إدارة المخزون
- إدارة الذمم الدائنة

وتهدف إلى:

- تقليل دورة التحول النقدي (CCC)
- تحسين السيولة
- زيادة كفاءة التشغيل

7. التخطيط المالي وإعداد التنبؤات (Financial Planning & Forecasting)

تسهم إدارة الخزينة في إعداد الخطط المالية والتنبؤات المستقبلية المتعلقة بالتدفقات النقدية.

وتشمل:

- إعداد الموازنات النقدية
- تحليل السيناريوهات
- التنبؤ بالاحتياجات التمويلية

وهذا يساعد الإدارة العليا في اتخاذ قرارات مالية أكثر دقة وفعالية.

8. إدارة الاستثمارات قصيرة الأجل (Short-term Investments Management)

عند وجود فوائض نقدية، تقوم إدارة الخزينة باستثمارها في أدوات مالية منخفضة المخاطر، مثل:

- الودائع البنكية
- أدوات سوق المال

وذلك بهدف تحقيق عائد إضافي دون تعريض الشركة لمخاطر عالية.

9. دعم القرارات الاستراتيجية (Strategic Decision Support)

في ظل التطور الحديث، أصبحت إدارة الخزينة تلعب دورًا مهمًا في دعم القرارات الاستراتيجية، مثل:

- قرارات الاستثمار
- الاندماج والاستحواذ
- إعادة الهيكلة المالية

حيث تقدم تحليلات مالية متقدمة تساعد في تقييم المخاطر والعوائد.

10. إدارة أنظمة الخزينة والتقنية (Treasury Systems Management)

تشرف إدارة الخزينة على استخدام وتطوير الأنظمة المالية، مثل:

- أنظمة إدارة الخزينة (TMS)
- أنظمة الدفع الإلكتروني
- أدوات التحليل المالي

وذلك بهدف:

- تحسين الكفاءة التشغيلية
- تقليل الأخطاء
- تعزيز الشفافية

أنظمة إدارة الخزينة (Treasury Management Systems - TMS)

1. مفهوم أنظمة إدارة الخزينة

تُعرف أنظمة إدارة الخزينة (TMS) بأنها مجموعة من الأنظمة والتطبيقات التكنولوجية المتكاملة التي تُستخدم لدعم وظائف إدارة الخزينة داخل الشركات، من خلال أتمتة العمليات المالية، وتحسين إدارة السيولة، وتعزيز الرقابة على التدفقات النقدية والمخاطر المالية.

وقد أصبحت هذه الأنظمة تمثل أحد الركائز الأساسية للتحول الرقمي في الإدارة المالية، حيث تساهم في نقل إدارة الخزينة من نموذج تقليدي يعتمد على العمليات اليدوية إلى نموذج رقمي متكامل قائم على البيانات والتحليل الفوري.

2. أهمية أنظمة إدارة الخزينة

تكتسب أنظمة إدارة الخزينة أهمية متزايدة في ظل تعقيد العمليات المالية وتوسع الشركات، حيث تساهم في:

- تحسين كفاءة إدارة السيولة من خلال توفير رؤية لحظية (Real-time Visibility) للأرصدة النقدية.
- تعزيز دقة التنبؤات النقدية باستخدام أدوات تحليل متقدمة.

- تقليل الأخطاء التشغيلية الناتجة عن العمليات اليدوية.
 - تحسين الرقابة الداخلية والامتثال للسياسات المالية.
 - دعم اتخاذ القرار الاستراتيجي من خلال تقارير وتحليلات دقيقة.
-

3. مكونات أنظمة إدارة الخزينة

تتكون أنظمة إدارة الخزينة من مجموعة من الوحدات (Modules) المتكاملة، من أبرزها:

أ. وحدة إدارة النقد والسيولة

- متابعة الأرصدة البنكية
- إدارة الحسابات
- تجميع السيولة (Cash Pooling)

ب. وحدة التنبؤ بالتدفقات النقدية

- إعداد التوقعات قصيرة وطويلة الأجل
- تحليل السيناريوهات
- دعم التخطيط المالي

ج. وحدة إدارة المخاطر المالية

- قياس المخاطر (مثل VaR)
- إدارة أدوات التحوط
- مراقبة التعرض للمخاطر

د. وحدة إدارة التمويل

- تتبع القروض والتسهيلات الائتمانية
- إدارة جداول السداد
- تحليل تكلفة التمويل

هـ. وحدة المدفوعات والتحصيلات

- تنفيذ المدفوعات إلكترونياً
- ربط النظام بالبنوك (Bank Connectivity)
- إدارة أوامر الدفع

و. وحدة التقارير والتحليلات

- إعداد تقارير مالية فورية
- لوحات معلومات (Dashboards)
- دعم القرارات الإدارية

4. خصائص أنظمة إدارة الخزينة الحديثة

تتميز أنظمة إدارة الخزينة الحديثة بعدد من الخصائص التي تعزز كفاءتها، من أبرزها:

- التكامل مع الأنظمة الأخرى مثل ERP (كأنظمة SAP و Oracle)
- المعالجة اللحظية للبيانات (Real-time Processing)
- استخدام الذكاء الاصطناعي والتحليلات التنبؤية

- الأتمتة (Automation) وتقليل التدخل البشري
 - الأمان السيبراني العالي لحماية البيانات المالية
 - المرونة وقابلية التوسع حسب حجم الشركة
-

5. دور أنظمة إدارة الخزينة في التحول الاستراتيجي

تسهم أنظمة إدارة الخزينة بشكل مباشر في تحويل دور الخزينة من وظيفة تشغيلية إلى شريك استراتيجي، وذلك من خلال:

- توفير بيانات دقيقة وفورية تدعم اتخاذ القرار
- تمكين الإدارة من تحليل السيناريوهات المالية المختلفة
- تحسين القدرة على إدارة المخاطر بشكل استباقي
- دعم قرارات الاستثمار والتمويل

وبالتالي، فإن تبني هذه الأنظمة يعد عاملاً حاسماً في رفع مستوى نضج إدارة الخزينة.

6. التحديات المرتبطة بتطبيق أنظمة إدارة الخزينة

رغم الفوائد الكبيرة لهذه الأنظمة، إلا أن تطبيقها يواجه عدة تحديات، منها:

- ارتفاع تكلفة التنفيذ والتشغيل
- تعقيد عملية التكامل مع الأنظمة الحالية
- مقاومة التغيير داخل المنظمة
- الحاجة إلى كوادر مؤهلة تقنياً ومالياً

- مخاطر الأمن السيبراني

7. أثر أنظمة إدارة الخزينة على تعظيم قيمة الشركة

تسهم أنظمة إدارة الخزينة في تعظيم قيمة الشركة من خلال:

- تحسين كفاءة إدارة السيولة
- تقليل تكلفة التمويل
- تقليل المخاطر المالية
- رفع جودة المعلومات المالية
- دعم القرارات الاستراتيجية

وهذا ينعكس إيجاباً على مؤشرات الأداء المالي مثل:

- الربحية
- التدفقات النقدية
- قيمة الشركة السوقية

أولاً: مفهوم المخاطر المالية (Financial Risk)

تُعد المخاطر المالية من أبرز التحديات التي تواجه الشركات في بيئة الأعمال المعاصرة، حيث تشير إلى احتمالية تعرض المنشأة لخسائر مالية نتيجة التغيرات غير المتوقعة في العوامل الاقتصادية والمالية. ويمكن تعريف المخاطر المالية بأنها:

“احتمالية حدوث انحرافات سلبية في النتائج المالية الفعلية مقارنة بالنتائج المتوقعة، نتيجة تقلبات الأسواق أو ضعف إدارة الموارد المالية”.

وترتبط المخاطر المالية بشكل مباشر بقدرة الشركة على تحقيق الاستقرار المالي، والمحافظة على تدفقاتها النقدية، وتعظيم قيمتها السوقية، مما يجعل إدارتها بكفاءة أحد الأدوار الجوهرية لإدارة الخزينة.

ثانياً: خصائص المخاطر المالية

تتميز المخاطر المالية بعدة خصائص، من أبرزها:

- عدم اليقين (Uncertainty): ترتبط المخاطر بظروف غير مؤكدة يصعب التنبؤ بها بدقة.
- القابلية للقياس (Measurability): يمكن قياس بعض المخاطر باستخدام أدوات كمية مثل النماذج الإحصائية.
- التأثير المالي المباشر: تؤثر بشكل مباشر على الأرباح والتدفقات النقدية وقيمة الشركة.
- التنوع والتشابك: تتعدد أنواع المخاطر وتتداخل فيما بينها.

ثالثاً: أنواع المخاطر المالية

تتعرض الشركات لعدة أنواع من المخاطر المالية، يمكن تصنيفها على النحو التالي:

1. مخاطر السوق (Market Risk)

تنشأ نتيجة التغيرات في أسعار السوق، وتشمل:

- مخاطر أسعار الفائدة: تؤثر التغيرات في أسعار الفائدة على تكلفة الاقتراض وقيمة الاستثمارات.
- مخاطر أسعار الصرف: تنتج عن تقلبات أسعار العملات الأجنبية، خاصة في الشركات التي تتعامل دولياً.
- مخاطر أسعار السلع: تؤثر على الشركات الصناعية التي تعتمد على المواد الخام.

2. مخاطر الائتمان (Credit Risk)

تتمثل في احتمال عدم قدرة الأطراف المقابلة (العملاء أو المقترضين) على الوفاء بالتزاماتهم المالية، مما يؤدي إلى خسائر للشركة.

3. مخاطر السيولة (Liquidity Risk)

تنقسم إلى:

- مخاطر سيولة الأصول: صعوبة تحويل الأصول إلى نقد بسرعة.
 - مخاطر تمويل السيولة: عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل عند استحقاقها.
-

4. المخاطر التشغيلية (Operational Risk)

تنشأ نتيجة أخطاء داخلية أو فشل في الأنظمة أو العمليات أو الموارد البشرية، مثل:

- الأخطاء البشرية
 - الأعطال التقنية
 - ضعف الإجراءات الرقابية
-

رابعاً: إدارة المخاطر المالية (Financial Risk Management)

تُعرف إدارة المخاطر المالية بأنها العملية المنظمة التي تهدف إلى تحديد المخاطر وتحليلها واتخاذ الإجراءات المناسبة للتقليل من آثارها السلبية.

وتشمل هذه العملية المراحل التالية:

1. تحديد المخاطر (Risk Identification):

التعرف على مصادر المخاطر المحتملة.

2. تحليل وتقييم المخاطر (Risk Assessment):

قياس حجم المخاطر واحتمالية حدوثها.

3. اختيار استراتيجيات المعالجة:

وتشمل:

- تجنب المخاطر
- تقليل المخاطر
- نقل المخاطر (مثل التأمين أو التحوط)
- قبول المخاطر

4. المتابعة والتقييم (Monitoring):

مراجعة فعالية الاستراتيجيات بشكل مستمر.

خامساً: أدوات قياس المخاطر المالية

تعتمد الشركات على مجموعة من الأدوات الكمية لقياس المخاطر، من أبرزها:

- القيمة المعرضة للخطر (VaR):

تقيس الحد الأقصى للخسارة المحتملة خلال فترة زمنية معينة.

- التدفق النقدي المعرض للخطر (CFaR):

يقيس مدى تقلب التدفقات النقدية المستقبلية.

- الأرباح المعرضة للخطر (EaR):

يقيس تأثير المخاطر على الأرباح.

سادساً: أدوات إدارة المخاطر (Hedging Instruments)

تستخدم إدارة الخزينة مجموعة من الأدوات للتحوط ضد المخاطر، مثل:

- العقود الآجلة (Futures)
- العقود المستقبلية (Forwards)
- المقايضات (Swaps)
- الخيارات (Options)

وتهدف هذه الأدوات إلى تقليل التعرض للمخاطر وتحقيق استقرار مالي أكبر.

سابعاً: دور إدارة الخزينة في إدارة المخاطر المالية

تلعب إدارة الخزينة دوراً محورياً في إدارة المخاطر من خلال:

- تحديد التعرضات المالية
- تصميم استراتيجيات التحوط
- مراقبة الأسواق المالية
- تقديم تقارير للإدارة العليا

كما تسهم في تحويل إدارة المخاطر من رد فعل إلى نهج استباقي استراتيجي.

ثامناً: أثر إدارة المخاطر المالية على تعظيم قيمة الشركة

تؤثر إدارة المخاطر المالية بشكل مباشر على قيمة الشركة من خلال:

- تقليل تقلبات الأرباح
- تحسين استقرار التدفقات النقدية

- خفض تكلفة رأس المال
- تعزيز ثقة المستثمرين

وبالتالي، فإن الإدارة الفعالة للمخاطر تعد أحد أهم العوامل التي تسهم في تحقيق الاستدامة المالية وتعظيم قيمة الشركة

أدوات قياس وإدارة المخاطر المالية

تُعد أدوات قياس وإدارة المخاطر المالية من الركائز الأساسية التي تعتمد عليها الشركات – وخاصة إدارة الخزينة – في تقييم مستوى التعرض للمخاطر واتخاذ القرارات المناسبة للحد من آثارها. ومع تطور الأسواق المالية، أصبحت هذه الأدوات أكثر تقدماً وتعقيداً، حيث تجمع بين النماذج الكمية والأساليب التحليلية الحديثة.

أولاً: أدوات قياس المخاطر المالية (Risk Measurement Tools)

تهدف أدوات القياس إلى تقدير حجم المخاطر المحتملة واحتمالية حدوثها، ومن أبرز هذه الأدوات:

1. القيمة المعرضة للخطر (Value at Risk - VaR)

تُعد من أشهر أدوات قياس المخاطر، حيث تقيس الحد الأقصى للخسارة المتوقعة لمحفظة مالية خلال فترة زمنية محددة، عند مستوى ثقة معين.

أهميتها:

- تساعد في تحديد حجم المخاطر المقبولة
- تدعم قرارات التحوط
- تُستخدم في الرقابة على المخاطر

أنواعها:

- VaR التاريخية
- VaR المعتمدة على التوزيع الطبيعي
- VaR باستخدام المحاكاة (Monte Carlo)

2. التدفق النقدي المعرض للخطر (Cash Flow at Risk - CFaR)

يقيس مدى تأثير التدفقات النقدية المستقبلية بالتغيرات في عوامل السوق مثل أسعار الفائدة والعملات.

أهميته:

- تقييم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها
- دعم التخطيط المالي
- تقليل مخاطر السيولة

3. الأرباح المعرضة للخطر (Earnings at Risk - EaR)

يقيس مدى تأثير أرباح الشركة نتيجة التغيرات في المتغيرات المالية.

أهميته:

- تحليل تقلبات الأرباح
- دعم قرارات الإدارة العليا
- تحسين جودة الأرباح

4. تحليل الحساسية (Sensitivity Analysis)

يقيس تأثير التغير في متغير واحد (مثل سعر الفائدة أو سعر الصرف) على النتائج المالية.

أهميته:

- تحديد العوامل الأكثر تأثيراً
- دعم اتخاذ القرار
- تبسيط فهم المخاطر

5. تحليل السيناريوهات (Scenario Analysis)

يقوم بدراسة تأثير مجموعة من التغيرات المحتملة في نفس الوقت، مثل سيناريو "ارتفاع أسعار الفائدة + انخفاض العملة".

أهميته:

- تقييم المخاطر في حالات متعددة
 - دعم التخطيط الاستراتيجي
 - الاستعداد للأزمات
-

6. اختبار الضغط (Stress Testing)

يقيس قدرة الشركة على تحمل الظروف الاقتصادية القاسية، مثل الأزمات المالية أو الانهيارات السوقية.

أهميته:

- تقييم صمود الشركة
- دعم إدارة الأزمات
- تعزيز الاستقرار المالي

ثانياً: أدوات إدارة المخاطر المالية (Risk Management Tools)

بعد قياس المخاطر، تأتي مرحلة إدارتها باستخدام أدوات مالية وتقنية، من أبرزها:

1. التحوط (Hedging)

يُعد التحوط من أهم أدوات إدارة المخاطر، حيث يتم استخدام أدوات مالية لتقليل أو إلغاء التعرض للمخاطر.

2. المشتقات المالية (Financial Derivatives)

تشمل الأدوات التالية:

- العقود الآجلة (Futures):

عقود موحدة لتبادل الأصول في المستقبل بسعر محدد.

- العقود المستقبلية (Forwards):

عقود مخصصة بين طرفين.

- المقايضات (Swaps):

تبادل تدفقات نقدية (مثل أسعار الفائدة أو العملات).

- الخيارات (Options):

تمنح الحق دون الالتزام بالشراء أو البيع.

3. التنويع (Diversification)

تقليل المخاطر من خلال توزيع الاستثمارات على عدة مصادر أو أسواق.

4. سياسات إدارة المخاطر

تشمل وضع:

- حدود للمخاطر (Risk Limits)

- سياسات التحوط

- آليات الرقابة والمتابعة

5. التأمين (Insurance)

نقل جزء من المخاطر إلى طرف ثالث مقابل تكلفة محددة.

ثالثاً: دور إدارة الخزينة في استخدام أدوات قياس وإدارة المخاطر

تلعب إدارة الخزينة دوراً رئيسياً في:

- اختيار الأدوات المناسبة لقياس المخاطر

- تطبيق استراتيجيات التحوط
- مراقبة التعرضات المالية
- تقديم تقارير دورية للإدارة العليا

كما تسهم في تحويل إدارة المخاطر إلى عملية مؤسسية قائمة على البيانات والتحليل.

رابعاً: أثر استخدام أدوات قياس وإدارة المخاطر على قيمة الشركة

يسهم الاستخدام الفعال لهذه الأدوات في:

- تقليل التقلبات في الأرباح
- تحسين استقرار التدفقات النقدية
- خفض تكلفة رأس المال
- تعزيز ثقة المستثمرين
- دعم اتخاذ القرار الاستراتيجي

وبالتالي، فإن هذه الأدوات تمثل عنصراً أساسياً في تحقيق الاستدامة المالية وتعظيم قيمة الشركة

المبحث الثالث: الإطار المفاهيمي لتعظيم قيمة الشركة

أولاً: مفهوم قيمة الشركة (Firm Value)

تُعد قيمة الشركة من المفاهيم الأساسية في الإدارة المالية، حيث تعكس القدرة الحقيقية للمنشأة على توليد التدفقات النقدية المستقبلية وتحقيق العوائد للمستثمرين. ويمكن تعريف قيمة الشركة بأنها:

“القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، مخصومة بمعدل يعكس مستوى المخاطر المرتبطة بها”.

وتتأثر قيمة الشركة بعدة عوامل، من أبرزها:

- كفاءة التشغيل
 - مستوى المخاطر
 - هيكل رأس المال
 - جودة القرارات المالية
-

ثانياً: أنواع قيمة الشركة

يمكن التمييز بين عدة أنواع من قيمة الشركة، منها:

1. القيمة الدفترية (Book Value):

تعتمد على البيانات المحاسبية المسجلة في القوائم المالية.

2. القيمة السوقية (Market Value):

تعكس تقييم السوق للشركة بناءً على العرض والطلب وتوقعات المستثمرين.

3. القيمة الجوهرية (Intrinsic Value):

تمثل القيمة الحقيقية للشركة بناءً على تحليل التدفقات النقدية المستقبلية.

ثالثاً: مقاييس تعظيم قيمة الشركة

تعتمد الشركات على مجموعة من المؤشرات المالية لقياس مدى نجاحها في تعظيم قيمتها، ومن أهمها:

1. عائد المساهم الإجمالي (Total Shareholder Return - TSR)

يقيس العائد الذي يحققه المستثمر من الاستثمار في أسهم الشركة، ويشمل:

- التغير في سعر السهم

- توزيعات الأرباح

أهميته:

يُعد من أهم المؤشرات التي تعكس رضا المستثمرين عن أداء الشركة.

2. العائد على رأس المال المستثمر (Return on Invested Capital - ROIC)

يقيس كفاءة الشركة في استخدام رأس المال لتحقيق الأرباح.

أهميته:

- مؤشر على الكفاءة التشغيلية
- يعكس قدرة الشركة على خلق قيمة حقيقية

3. متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (Weighted Average Cost of Capital - WACC)

يمثل متوسط تكلفة التمويل من مصادره المختلفة (الديون وحقوق الملكية).

أهميته:

- يستخدم في تقييم المشاريع الاستثمارية
- انخفاضه يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة

4. ربحية السهم (Earnings Per Share - EPS)

يقيس نصيب السهم الواحد من أرباح الشركة.

أهميته:

- مؤشر رئيسي للمستثمرين
 - يعكس جودة الأداء المالي
-

5. دورة التحول النقدي (Cash Conversion Cycle - CCC)

تقيس الفترة الزمنية بين دفع النقد للموردين وتحصيله من العملاء.

أهميتها:

- تعكس كفاءة إدارة رأس المال العامل
- كلما انخفضت، زادت كفاءة الشركة

رابعاً: محددات تعظيم قيمة الشركة

تعتمد قيمة الشركة على مجموعة من العوامل الرئيسية، من أبرزها:

1. التدفقات النقدية المستقبلية
2. مستوى المخاطر وعدم اليقين
3. تكلفة رأس المال
4. كفاءة التشغيل والإدارة
5. جودة القرارات الاستثمارية والتمويلية

خامساً: دور إدارة الخزينة في تعظيم قيمة الشركة

تلعب إدارة الخزينة دوراً استراتيجياً في تعظيم قيمة الشركة من خلال عدة آليات مترابطة:

1. تحسين كفاءة السيولة

- تقليل الأرصدة النقدية الخاملة

- تحسين إدارة التدفقات النقدية

→ يؤدي إلى زيادة كفاءة استخدام الموارد ورفع العائد.

2. إدارة المخاطر المالية

- تقليل تقلبات الأرباح

- استقرار التدفقات النقدية

→ يؤدي إلى تقليل تكلفة رأس المال وزيادة ثقة المستثمرين.

3. تحسين هيكل رأس المال

- اختيار المزيج الأمثل بين الدين وحقوق الملكية

→ يؤدي إلى خفض WACC وزيادة قيمة الشركة.

4. تحسين إدارة رأس المال العامل

- تقصير دورة التحول النقدي (CCC)

→ يؤدي إلى تحرير السيولة وتحسين الربحية.

5. دعم قرارات تخصيص رأس المال

- تقييم الاستثمارات

- تحليل المخاطر والعوائد

→ يضمن توجيه الموارد إلى المشاريع ذات القيمة الأعلى.

سادساً: العلاقة بين إدارة الخزينة وتعظيم قيمة الشركة

يمكن تفسير العلاقة بين إدارة الخزينة وقيمة الشركة من خلال المسار التالي:

كفاءة إدارة الخزينة → تحسين السيولة وإدارة المخاطر → خفض تكلفة رأس المال → استقرار الأرباح → تعظيم قيمة الشركة

سابعاً: الإطار التكاملي المقترح للدراسة

في ضوء ما سبق، يمكن صياغة إطار مفاهيمي يربط بين متغيرات الدراسة على النحو التالي:

• المتغير المستقل:

مستوى نضج وظيفة إدارة الخزينة

• المتغيرات الوسيطة:

○ إدارة السيولة

○ إدارة المخاطر المالية

○ إدارة رأس المال العامل

○ تكلفة رأس المال

• المتغير التابع:

تعظيم قيمة الشركة (TSR, ROIC, WACC, EPS, CCC)

ثالثاً: آليات تأثير إدارة الخزينة على قيمة الشركة

يمكن لإدارة الخزينة التأثير في قيمة الشركة من خلال عدة آليات:

- 1- تحسين كفاءة السيولة: يؤدي تقليل الأرصدة الخاملة وتسريع دورة التحول النقدي إلى تحرير سيولة يمكن استثمارها في مشاريع ذات عائد أعلى، مما يزيد ROIC وبالتالي قيمة الشركة.
- 2- إدارة المخاطر المالية: يؤدي التحوط الفعال لمخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة إلى تقليل التقلبات في الأرباح والتدفقات النقدية، مما يزيد من استقرار EPS ويقلل من تكلفة رأس المال (WACC) من خلال تحسين التصنيف الائتماني.
- 3- تحسين هيكل التمويل: من خلال إدارة مزيج الديون وحقوق الملكية بشكل فعال، يمكن للخزينة تقليل متوسط تكلفة رأس المال المرجح (WACC) مما يزيد من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية.
- 4- تخصيص رأس المال: تساهم الخزينة في اتخاذ قرارات استثمارية أفضل من خلال توفير تحليلات دقيقة للعوائد والمخاطر، مما يضمن توجيه الموارد إلى المشاريع ذات القيمة المضافة الأعلى.

المنطلقات النظرية للدراسة (Theoretical Foundations)

تستند هذه الدراسة إلى مجموعة من النظريات المالية والإدارية التي تفسر سلوك الشركات في إدارة مواردها المالية، وتوضح العلاقة بين كفاءة الإدارة المالية – وخاصة إدارة الخزينة – وتعظيم قيمة

الشركة. وتُعد هذه النظريات إطاراً مرجعياً لتحليل نتائج الدراسة وتفسيرها. وفيما يلي أبرز المنطلقات النظرية:

1. نظرية تعظيم قيمة المساهمين (Shareholder Value Maximization Theory)

تُعد هذه النظرية من أهم النظريات في الفكر المالي الحديث، حيث تفترض أن الهدف الأساسي للشركات هو تعظيم ثروة المساهمين من خلال زيادة القيمة السوقية للشركة.

وترتكز هذه النظرية على ثلاثة عناصر رئيسية:

- تعظيم التدفقات النقدية المستقبلية
- تقليل المخاطر المرتبطة بهذه التدفقات
- خفض تكلفة رأس المال

علاقة النظرية بالدراسة:

تلعب إدارة الخزينة دوراً محورياً في تحقيق هذه الأهداف من خلال:

- تحسين إدارة السيولة
- تقليل المخاطر المالية
- تحسين هيكل التمويل

2. نظرية الوكالة (Agency Theory)

تتناول هذه النظرية العلاقة بين:

- الأصل (المساهمين)
- الوكيل (الإدارة التنفيذية)

حيث تفترض وجود تعارض محتمل في المصالح بين الطرفين، مما قد يؤدي إلى اتخاذ قرارات لا تحقق أقصى قيمة للمساهمين.

علاقة النظرية بالدراسة:

تسهم إدارة الخزينة في تقليل هذه المشكلة من خلال:

- تعزيز الرقابة على التدفقات النقدية
- الحد من سوء استخدام الموارد المالية
- دعم الشفافية والإفصاح المالي

3. نظرية المقايضة (Trade-Off Theory)

تفترض هذه النظرية أن الشركات تسعى إلى تحقيق توازن بين:

- مزايا التمويل بالدين (مثل الدرع الضريبي)
- تكاليف الإفلاس والمخاطر المالية

علاقة النظرية بالدراسة:

تساعد إدارة الخزينة في:

- تحديد الهيكل التمويلي الأمثل
- تحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد

- خفض تكلفة رأس المال (WACC)

4. نظرية الترتيب الهرمي (Pecking Order Theory)

تشير هذه النظرية إلى أن الشركات تفضل ترتيب مصادر التمويل على النحو التالي:

1. التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة)

2. التمويل بالدين

3. إصدار الأسهم

علاقة النظرية بالدراسة:

تبرز أهمية إدارة الخزينة في:

- إدارة السيولة الداخلية بكفاءة
- تقليل الحاجة للتمويل الخارجي
- اتخاذ قرارات تمويلية مدروسة

5. نظرية إدارة المخاطر (Risk Management Theory)

تركز هذه النظرية على أهمية تقليل عدم اليقين في التدفقات النقدية من خلال إدارة المخاطر المالية.

وتفترض أن:

- تقليل المخاطر يؤدي إلى استقرار الأرباح

- الاستقرار المالي يعزز قيمة الشركة

علاقة النظرية بالدراسة:

تلعب إدارة الخزينة دوراً رئيسياً في:

- قياس المخاطر (VaR, CFaR, EaR)
- تطبيق استراتيجيات التحوط
- تقليل تقلبات الأداء المالي

6. نظرية الإشارة (Signaling Theory)

تفترض هذه النظرية أن القرارات المالية التي تتخذها الشركة ترسل إشارات إلى السوق حول توقعات الإدارة المستقبلية.

أمثلة على الإشارات:

- تحسين التصنيف الائتماني
- إعادة شراء الأسهم
- تغيير سياسات التوزيع

علاقة النظرية بالدراسة:

تسهم إدارة الخزينة في:

- إرسال إشارات إيجابية للسوق
- تعزيز ثقة المستثمرين

- تحسين تقييم الشركة

7. نظرية الموارد والقدرات (Resource-Based View - RBV)

ترى هذه النظرية أن الميزة التنافسية للشركة تعتمد على مواردها الداخلية وقدراتها التنظيمية.

ومن هذه الموارد:

- الكفاءات المالية
- الأنظمة التقنية (TMS)
- القدرات التحليلية

علاقة النظرية بالدراسة:

تمثل إدارة الخزينة:

- مورداً استراتيجياً
- أداة لتحقيق ميزة تنافسية
- عاملاً في تعظيم قيمة الشركة

ثامناً: التكامل بين المنطلقات النظرية والدراسة

تعتمد الدراسة على تكامل هذه النظريات لتفسير العلاقة بين:

- إدارة الخزينة (كفاءة – نضج – أدوات)



- تحسين السيولة وإدارة المخاطر والتمويل



- تعظيم قيمة الشركة

حيث توضّح:

- نظرية الوكالة → أهمية الرقابة
- نظرية المقايضة → إدارة التمويل
- نظرية المخاطر → تقليل عدم اليقين
- نظرية القيمة → الهدف النهائي

نموذج نضج إدارة الخزينة (Treasury Maturity Model)

أولاً: مفهوم نموذج نضج الخزينة

يُعد نموذج نضج إدارة الخزينة (Treasury Maturity Model) إطاراً تحليلياً يُستخدم لتقييم مستوى تطور وظيفة إدارة الخزينة داخل الشركات، من خلال تصنيفها إلى مراحل متدرجة تعكس انتقالها من الأداء التشغيلي التقليدي إلى الدور الاستراتيجي المتكامل.

ويعتمد هذا النموذج على فكرة أن وظائف الإدارة المالية – بما فيها الخزينة – لا تتطور بشكل عشوائي، بل تمر بمراحل نضج متتابعة، تبدأ بالتركيز على العمليات اليومية وتنتهي بالمساهمة الفاعلة في تعظيم قيمة الشركة.

ثانياً: أهمية نموذج نضج الخزينة

تكمن أهمية هذا النموذج في كونه:

- أداة لتقييم الوضع الحالي لوظيفة الخزينة داخل الشركة
- مرجعاً لتحديد الفجوات بين الوضع الحالي والمستوى المستهدف
- إطاراً لتخطيط التحول الاستراتيجي للخزينة
- وسيلة لربط أداء الخزينة بمؤشرات قيمة الشركة

ثالثاً: مستويات نموذج نضج الخزينة

يمكن تقسيم نموذج نضج إدارة الخزينة إلى أربعة مستويات رئيسية:

1. المستوى الأول: الخزينة التشغيلية (Operational Treasury)

يمثل هذا المستوى المرحلة الأساسية أو التقليدية لوظيفة الخزينة.

الخصائص:

- التركيز على العمليات اليومية (المدفوعات والتحصيلات)
- إدارة السيولة بشكل محدود
- الاعتماد على أدوات بسيطة (مثل Excel)
- غياب الرؤية الاستراتيجية
- ضعف التكامل مع الإدارات الأخرى

دور الخزينة:

- تنفيذ العمليات فقط (Reactive Role)

2. المستوى الثاني: الخزينة التكتيكية (Tactical Treasury)

تمثل هذه المرحلة بداية التطور نحو إدارة أكثر تنظيماً.

الخصائص:

- تحسين التنبؤات النقدية قصيرة الأجل
- بدء تطبيق مركزية الخزينة جزئياً
- استخدام أنظمة أولية لإدارة الخزينة
- إدارة المخاطر بشكل محدود

دور الخزينة:

- دعم القرارات التشغيلية (Support Role)

3. المستوى الثالث: الخزينة الاستراتيجية (Strategic Treasury)

تمثل هذه المرحلة نقطة التحول نحو الدور الاستراتيجي.

الخصائص:

- المشاركة في قرارات التمويل والاستثمار
- إدارة متقدمة للمخاطر المالية
- استخدام أنظمة متطورة (TMS)
- تحسين إدارة رأس المال العامل
- التكامل مع الإدارات الأخرى

دور الخزينة:

- شريك في اتخاذ القرار (Partner Role)

4. المستوى الرابع: الخزينة المساهمة في الأعمال (Business Partner Treasury)

يمثل هذا المستوى أعلى درجات النضج.

الخصائص:

- المشاركة في صياغة الاستراتيجية العامة للشركة
- قيادة مبادرات التمويل المستدام (ESG)
- استخدام الذكاء الاصطناعي والتحليلات المتقدمة
- دور محوري في الاندماج والاستحواذ
- تأثير مباشر على تعظيم قيمة الشركة

دور الخزينة:

- شريك استراتيجي كامل (Strategic Leader)

رابعاً: مراحل التحول في نموذج نضج الخزينة

يمر التحول من مستوى إلى آخر بعدة متطلبات، من أهمها:

- التطور التكنولوجي (تطبيق أنظمة TMS)
- تطوير الكفاءات البشرية
- دعم الإدارة العليا
- إعادة هيكلة العمليات المالية
- تعزيز ثقافة التحول الاستراتيجي

خامساً: مؤشرات قياس مستوى نضج الخزينة

يمكن قياس مستوى النضج من خلال مجموعة من المؤشرات، مثل:

- مدى استخدام أنظمة إدارة الخزينة (TMS)
 - مستوى دقة التنبؤات النقدية
 - درجة مركزية إدارة السيولة
 - مستوى إدارة المخاطر المالية
 - مدى مشاركة الخزينة في القرارات الاستراتيجية
-

سادساً: العلاقة بين نضج الخزينة وتعظيم قيمة الشركة

كلما ارتفع مستوى نضج إدارة الخزينة، زادت قدرتها على:

- تحسين كفاءة السيولة
- تقليل المخاطر المالية
- خفض تكلفة رأس المال
- تحسين جودة الأرباح
- دعم القرارات الاستراتيجية

→ مما يؤدي في النهاية إلى تعظيم قيمة الشركة.

سابعاً: تطبيق نموذج نضج الخزينة في الدراسة الحالية

تعتمد الدراسة الحالية على هذا النموذج كإطار تحليلي رئيسي لقياس:

- مستوى تطور وظيفة الخزينة في الشركات الصناعية السعودية
- مدى انتقالها من الدور التشغيلي إلى الاستراتيجي
- أثر هذا التحول على مؤشرات تعظيم القيمة

الفصل الثالث: الدراسات السابقة

يهدف هذا الفصل إلى استعراض أهم الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع الدراسة، بهدف تحديد موقع الدراسة الحالية من تلك الدراسات، وإبراز أوجه التشابه والاختلاف، وما تضيفه الدراسة الجديدة للمعرفة العلمية.

المبحث الأول: دراسات في التحول الاستراتيجي للخزينة

أولاً: دراسة (Bergesio (2024

العنوان: وظيفة الخزينة كرافعة لخلق القيمة: دراسة حالة تحليلية على شركة ألتوم فيريوفياريا

(The Treasury function as a lever for value creation: a case study analysis of Alstom Ferroviaria S.p.A.)

الجامعة: جامعة تورينو، إيطاليا

أهداف الدراسة: هدفت الدراسة إلى تحليل دور وظيفة الخزينة في خلق القيمة داخل الشركات، من خلال دراسة حالة معمقة على شركة أليستوم فيريوفيارارا العاملة في قطاع السكك الحديدية.

منهجية الدراسة: اعتمدت الدراسة على منهج دراسة الحالة (Case Study Approach) من خلال تحليل البيانات المالية للشركة، وإجراء مقابلات مع مسؤولي الخزينة، وتحليل وثائق السياسات والإجراءات الداخلية.

أهم النتائج:

- توصلت الدراسة إلى أن تطبيق نموذج الخزينة المركزية وإدارة رأس المال العامل باستخدام أدوات تجميع النقد (Cash Pooling) كان له تأثير مباشر على تحسين أداء السيولة.
- أظهرت النتائج أن الانتقال إلى نموذج الخزينة المتطورة (Treasury 2.0) ساهم في تعزيز الشفافية المالية والتحكم الموحد في الموارد النقدية.
- أكدت الدراسة على أهمية توظيف أنظمة إدارة الخزينة (TMS) في تحسين كفاءة العمليات وتحرير الوقت للقيام بالأنشطة ذات القيمة المضافة.
- توصيات الدراسة: أوصت الدراسة بضرورة تبني الشركات لنموذج الخزينة المتطورة (Treasury 2.0) لتعزيز الشفافية والتحكم الموحد، والاستثمار في أنظمة إدارة الخزينة وتدريب الكوادر البشرية.

ثانياً: دراسة (Makode & Masone (2024

العنوان: المشهد المتطور للخزينة: التعامل مع التحولات الاقتصادية والتقدم التكنولوجي

(Evolving treasury landscape: Navigating economic shifts and technological advancements)

الناشر: EuroFinance

أهداف الدراسة: هدفت الدراسة إلى تحليل تطور وظيفة الخزينة في ضوء التحولات الاقتصادية والتقدم التكنولوجي، وتقديم نموذج متكامل لنضج وظيفة الخزينة.

منهجية الدراسة: اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، من خلال مراجعة الأدبيات ذات الصلة وتحليل ممارسات الشركات الرائدة في مجال إدارة الخزينة.

أهم النتائج:

- قدم الباحثان نموذجاً هرمياً للخزينة من 4 مستويات: تشغيلي - تكتيكي - استراتيجي - مساهمة في الأعمال.
 - أكدت الدراسة أن إتقان المستويين الأولين شرط ضروري، لكنه غير كافٍ لخلق قيمة استراتيجية.
 - أظهرت النتائج أن الخزينة لا تخلق قيمة استراتيجية حقيقية إلا عندما تؤثر في قرارات تخصيص رأس المال وبناء قيمة المساهمين.
 - حددت الدراسة العوامل الرئيسية الدافعة للتحويل في وظيفة الخزينة: التقدم التكنولوجي، تزايد التعقيد التنظيمي، تقلبات الأسواق المالية، وتوقعات المساهمين المتزايدة.
- توصيات الدراسة: أوصت الدراسة بضرورة تطوير وظيفة الخزينة بشكل تدريجي ومنهجي، والاستثمار في التكنولوجيا والكفاءات البشرية، وتعزيز التعاون بين الخزينة والإدارات الأخرى.

المبحث الثاني: دراسات في قياس الأثر الكمي

أولاً: دراسة (Ramos-Alves, Patel & Gaub (2024)

العنوان: مبادرة المخاطر المالية الاستراتيجية متعددة الجوانب تحقق قيمة كبيرة لشركة بريستول مايرز سكويب (Multipronged, Strategic Financial Risk Initiative Delivers Big Value for BMS)

الناشر Treasury & Risk جائزة ألكسندر هاملتون / (Alexander Hamilton Awards)

أهداف الدراسة: هدفت الدراسة إلى توثيق تجربة شركة بريستول مايرز سكويب (BMS) في تطوير إدارة المخاطر المالية، وقياس الأثر الكمي لهذا التطوير على أداء الشركة.

منهجية الدراسة: اعتمدت الدراسة على منهج دراسة الحالة، من خلال تحليل البيانات المالية للشركة قبل وبعد تطبيق المبادرة، ومقابلة المسؤولين عن المشروع.

أهم النتائج:

- وثقت الدراسة كيف استطاعت خزانة شركة بريستول مايرز سكويب توفير ملايين الدولارات عبر أتمتة تحوط العملات واستخدام مقايضات العملات
- أظهرت النتائج أن المبادرة ساهمت في "تحسين ربحية السهم بمقدار عدة سنتات كل ربع سنة"، مما أتاح للإدارة التركيز على الابتكار بدلاً من شرح تقلبات العملة للمستثمرين.
- حققت الشركة وفورات كبيرة في تكاليف المعاملات من خلال مركزية إدارة العملات.
- تحسنت دقة التنبؤات النقدية بشكل ملحوظ بعد تطبيق أنظمة متطورة لإدارة الخزينة.

توصيات الدراسة: أوصت الدراسة بضرورة تبني منهج متكامل لإدارة المخاطر المالية، والاستثمار في أتمتة عمليات التحوط، وربط أداء الخزينة بمقاييس قيمة الشركة مثل ربحية السهم.

ثانياً: دراسة (Citi Treasury Diagnostics (2024

العنوان: كفاءة رأس المال العامل تولد قيمة كبيرة

(Working Capital Efficiency Generates Significant Value)

الناشر : Citi Perspectives 2024 E-commerce Edition

أهداف الدراسة: هدفت الدراسة إلى قياس العلاقة بين كفاءة إدارة رأس المال العامل وقيمة الشركة، من خلال تحليل بيانات عينة كبيرة من الشركات العالمية.

منهجية الدراسة: دراسة كمية شملت عينة كبيرة من الشركات العالمية، باستخدام تحليل الانحدار والمقارنات الثنائية.

أهم النتائج:

- أظهرت الدراسة أن الشركات التي تنجح في تقصير دورة التحول النقدي تحقق عائداً تراكمياً للمساهمين أعلى بكثير (143%) مقارنة بتلك التي تطيل الدورة (44%) خلال الفترة 2010-2022.
- وجدت الدراسة علاقة طردية قوية بين تحسين أيام التحصيل (DSO) وأيام المخزون (DIO) وزيادة العائد على رأس المال المستثمر (ROIC).
- أكدت النتائج أن تحسين رأس المال العامل يساهم في تحسين التصنيف الائتماني وخفض تكلفة التمويل.

توصيات الدراسة: أوصت الدراسة بضرورة جعل إدارة رأس المال العامل أولوية استراتيجية، وتعزيز التعاون بين الخزينة وإدارتي المشتريات والمبيعات، واستخدام مؤشرات أداء واضحة لقياس التقدم.

المبحث الثالث: دراسات في التطبيقات المعاصرة

أولاً: دراسة (Teva Pharmaceuticals 2024)

العنوان: استراتيجية توليد النقد من رأس المال العامل في شركة تيفا

(Teva's Working Capital Cash Generation Strategy)

الناشر : Teva Investor Relations & AFP Treasury Case Study

الناشر : Teva Investor Relations & AFP Treasury Case Study

أهداف الدراسة: هدفت الدراسة إلى توثيق تجربة شركة تيفا للأدوية في تحسين إدارة رأس المال العامل وتحسين السيولة.

منهجية الدراسة: دراسة حالة تحليلية، باستخدام البيانات المالية للشركة وتحليل السياسات والإجراءات المطبقة.

أهم النتائج:

- تمكنت الشركة من تحرير 1.5 مليار دولار من خلال تحسين إدارة رأس المال العامل.
 - خفضت صافي رأس المال العامل من 16% إلى 4% من المبيعات.
 - تمكنت من تقصير دورة التحول النقدي بـ 60 يوماً.
 - حققت 5 ترفيات ائتمانية في عام واحد نتيجة تحسن مؤشرات السيولة والتدفق النقدي.
- توصيات الدراسة: أوصت الدراسة بتبني منهج شامل لتحسين رأس المال العامل، وإشراك الخزينة في وضع السياسات الائتمانية والمخزونية، وربط حوافز الإدارات المختلفة بمؤشرات كفاءة رأس المال العامل.

ثانياً: دراسة (Lenovo 2024)

العنوان: مجموعة لينوفو: الخزينة المرتبطة بالاستدامة وترقية التصنيف الائتماني

(Lenovo Group: ESG-Linked Treasury and Credit Rating Upgrade)

الناشر: EuroFinance & Lenovo Treasury

أهداف الدراسة: هدفت الدراسة إلى تحليل تجربة شركة لينوفو في توسيع دور الخزينة ليشمل الإشراف على التمويل المستدام (ESG) والاندماج والاستحواذ.

منهجية الدراسة: دراسة حالة تحليلية، باستخدام التقارير المالية والبيانات الصادرة عن الشركة.

أهم النتائج:

- تمكنت الشركة من ترقية تصنيفها الائتماني من BBB إلى BBB- في ذروة انكماش الصناعة.
- ساهمت استراتيجيات الخزينة المبتكرة، خاصة في مجال التمويل المستدام، في تحسين نظرة وكالات التصنيف الائتماني للشركة.
- لعبت الخزينة دوراً محورياً في تمويل عمليات الاستحواذ التي نفذتها الشركة وتقييم الفرص الاستثمارية.
- ساهم تطبيق معايير الاستدامة (ESG) في إدارة الخزينة في جذب شريحة جديدة من المستثمرين المهتمين بالاستثمار المسؤولة.

توصيات الدراسة: أوصت الدراسة بضرورة توسيع دور الخزينة ليشمل مبادرات التمويل المستدام، وتعزيز الشفافية في الإفصاح عن ممارسات الخزينة، وبناء علاقات قوية مع وكالات التصنيف الائتماني.

المبحث الرابع: موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

بعد استعراض أهم الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع الدراسة، يمكن تحديد موقع الدراسة الحالية على النحو التالي:

أوجه التشابه:

- تتفق الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في الاهتمام بدور إدارة الخزينة كعامل مؤثر في أداء الشركات وقيمتها.
- تستفيد الدراسة من النماذج النظرية التي طورتها الدراسات السابقة، خاصة نموذج نضج الخزينة الذي قدمه (Makode & Masone (2024).
- تعتمد الدراسة على المنهجية المختلطة التي استخدمتها بعض الدراسات السابقة، خاصة دراسات الحالة المتعددة.

أوجه الاختلاف والتميز:

- 1- السياق المكاني: تركز معظم الدراسات السابقة على أسواق متقدمة (أوروبا، أمريكا)، بينما تركز الدراسة الحالية على السوق السعودية كأحد أهم الأسواق الناشئة في المنطقة.
- 2- القطاع التطبيقي: تخصص الدراسة الحالية في القطاع الصناعي، بينما تنوعت الدراسات السابقة بين قطاعات مختلفة (صناعة الأدوية، التكنولوجيا، النقل).
- 3- الحداثة: تعتمد الدراسة الحالية على أحدث البيانات والمنشورات (2024-2025) مما يضمن معاصرتها للتحديات الراهنة.
- 4- الشمولية: تقدم الدراسة الحالية نموذجاً تفسيرياً متكاملًا يربط بين متغيرات الخزينة الاستراتيجية ومقاييس تعظيم القيمة، بينما ركزت معظم الدراسات السابقة على جوانب محددة.
- 5- ترجمة المفاهيم: تركز الدراسة على ترجمة المفاهيم الفنية (VaR, CFaR, EaR) إلى لغة استراتيجية تتناسب مع مجالس إدارة الشركات السعودية، وهي إضافة نوعية لم تبرز بوضوح في الدراسات السابقة.
- 6- تشخيص المعوقات: تهتم الدراسة بتشخيص المعوقات التنظيمية والثقافية للتحويل في سياق الأسواق الناشئة، وهي قضية لم تحظ باهتمام كاف في الدراسات السابقة التي ركزت على الجوانب الفنية والتطبيقية.

الإطار التكاملي المقترح:

بناءً على ما تقدم، تسعى الدراسة الحالية إلى تقديم إطار تكاملي يربط بين:

- المدخلات: مستوى نضج وظيفة الخزينة (مستقل).
- العمليات: استراتيجيات وأدوات إدارة الخزينة (وسيط).
- المخرجات: مقاييس تعظيم القيمة (TSR, ROIC, WACC, EPS, CCC) (تابع).

يتيح هذا الإطار فهماً أعمق لكيفية مساهمة التطور الاستراتيجي لوظيفة الخزينة في تعظيم قيمة الشركات الصناعية في السوق السعودية، مع مراعاة الخصوصيات المحلية والتحديات التي تواجهها هذه الشركات.

الفصل الرابع: منهجية الدراسة وإجراءاتها

أولاً: منهج الدراسة

تعتمد الدراسة على المنهج المختلط (Mixed Methods Approach)، الذي يجمع بين التحليل الكمي والنوعي وذلك للأسباب التالية:

- يتيح المنهج المختلط فهماً أعمق لظاهرة التحول الاستراتيجي للخزينة من خلال الجمع بين الأرقام والتحليلات الكمية والرؤى النوعية المستمدة من الممارسين والخبراء.
- تتناسب طبيعة مشكلة الدراسة مع هذا المنهج، حيث تتطلب قياس الأثر الكمي (كمي) وفهم آليات التحول والمعوقات (نوعي).
- يساهم المنهج المختلط في تعزيز صدق وموثوقية النتائج من خلال التثليث (Triangulation) بين مصادر البيانات المختلفة

يتكون المنهج المختلط المستخدم في الدراسة من:

- 1- المنهج الوصفي التحليلي: لوصف طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة (مستوى النضج الاستراتيجي للخزينة وقيمة الشركة) وتحليل البيانات الثانوية من التقارير المالية المنشورة.

- 2- منهج دراسة الحالة المتعددة (Multiple Case Study Approach) لتحليل متعمق لتجارب خمس شركات عالمية رائدة في تطوير وظيفة الخزينة (BMS, Teva, Lenovo, Amazon, Danone) والاستفادة من تجاربها التطبيقية في التحول الاستراتيجي.
- 3- التحليل المقارن الثابت (Benchmarking) لمقارنة مؤشرات أداء الخزينة ومقاييس قيمة الشركة قبل وبعد التحول في الشركات محل الدراسة، ومقارنة أداء الشركات السعودية بنظيراتها العالمية.

ثانياً: مجتمع وعينة الدراسة

مجتمع الدراسة: يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول). وفقاً لتصنيف السوق المالية السعودية، يبلغ عدد الشركات الصناعية المدرجة (411..) شركة، موزعة على قطاعات فرعية تشمل: البتروكيماويات، الأسمدة، الصناعات الغذائية، الصناعات المعدنية، وغيرها.

عينة الدراسة: سيتم اختيار عينة الدراسة باستخدام أسلوب العينة القصدية (Purposive Sample) وفق المعايير التالية :

- توفر بيانات مالية كافية ومنتظمة للفترة 2020-2025.
- تنوع في الأحجام والقطاعات الفرعية لضمان تمثيل جيد لمجتمع الدراسة.
- توفر تقارير سنوية وإفصاحات كافية حول ممارسات إدارة الخزينة.
- الاستعداد للمشاركة في الدراسة (في حالة المقابلات والاستبيانات).

العينة المقترحة (10 شركات):

العدد	اسم الشركة	رمز السهم	القطاع الفرعي	مبرر الاختيار
1	سابك	2010	بتروكيماويات	كبرى الشركات الصناعية، تعرض دولي ممارسات خزينة متطورة

2	ينساب	2290	بتروكيماويات	تصدير عالمي , تعرض لمخاطر العملات
3	كيان السعودية	2350	بتروكيماويات	مشاريع كبرى تمويل طويل الأجل
4	المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي	2250	مواد أساسية	استثمارات صناعية متنوعة
5	أسمنت السعودية	3030	أسمنت	سيولة عالية توزيعات أرباح منتظمة
6	المراعي	2280	صناعة الأغذية	سلسلة توريد معقدة, تعرض دولي
7	المتحدة للتعدين	2203	تعدين	قطاع تعدين نام
8	تالكو	2190	مواد أساسية	صناعة متخصصة
9	صدق	4030	خدمات بترولية	تقنيات موسمية, إدارة سيولة
10	مجموعة السيف	4050	صناعات معدنية	تصدير, تعرض لأسعار المعادن

ثالثاً: مصادر جمع البيانات

تعتمد الدراسة على مصدرين رئيسيين لجمع البيانات:

أولاً: المصادر الثانوية (Secondary Data) :

- التقارير السنوية للشركات عينة الدراسة (الفترة 2020-2025).
- القوائم المالية المنشورة (قائمة الدخل، الميزانية العمومية، قائمة التدفقات النقدية).
- تقارير الاستدامة (إن وجدت).
- تقارير المساهمين والإفصاحات للفترة محل الدراسة.
- تقارير وكالات التصنيف الائتماني.
- الدراسات والتقارير المهنية الصادرة عن مؤسسات مالية رائدة (Citi, EuroFinance, AFP).

ثانياً: المصادر الأولية (Primary Data) :

- المقابلات شبه المبنية (Semi-structured Interviews): مع عينة من المدراء الماليين وأمناء الخزينة في الشركات الصناعية السعودية، بهدف فهم التحديات والفرص المتعلقة بتطوير وظيفة الخزينة.
- الاستبانة (Questionnaire) : تصميم استبانة لجمع بيانات أولية من الشركات الصناعية لقياس مستوى نضج وظيفة الخزينة لديها، وتحديد المعوقات الرئيسية التي تحول دون التحول الاستراتيجية.

رابعاً: أدوات الدراسة:

1- استمارة تحليل المحتوى (Content Analysis Form)

تم تصميم استمارة تحليل المحتوى لتحليل التقارير السنوية والإفصاحات للشركات عينة الدراسة، وتشمل الأقسام التالية:

- بيانات عامة عن الشركة (الاسم، القطاع، حجم الإيرادات، عدد السنوات المدرجة).
- مؤشرات مستوى نضج الخزينة (وجود إدارة خزينة مستقلة، استخدام TMS الإفصاح عن سياسات إدارة المخاطر، ممارسات التحوط، مركزية الخزينة).
- مؤشرات أداء الخزينة (دورة التحويل النقدي، كفاءة السيولة، تكلفة التمويل).
- مؤشرات قيمة الشركة (ربحية السهم، العائد على رأس المال المستثمر، عائد المساهم الإجمالي).

2- دليل المقابلات شبه المبنية (Semi-structured Interview Guide)

تم إعداد دليل المقابلات ليشمل المحاور التالية:

- هيكل ووظائف إدارة الخزينة في الشركة.
- مستوى استخدام التكنولوجيا وأنظمة إدارة الخزينة.
- ممارسات إدارة المخاطر المالية وأدوات التحوط المستخدمة.

- مساهمة الخزينة في القرارات الاستراتيجية (الاستحواذات، إعادة الهيكلة، تخصيص رأس المال).
- المعوقات والتحديات التي تواجه تطوير وظيفة الخزينة.
- خطط التطوير المستقبلية لوظيفة الخزينة.

3- الاستبانة (Questionnaire)

تم تصميم الاستبانة لقياس مستوى نضج وظيفة الخزينة في الشركات الصناعية السعودية، وتتكون من الأقسام التالية:

- يانات الديموغرافية (مسمى الوظيفة، سنوات الخبرة، حجم الشركة، القطاع).
- مستوى نضج وظيفة الخزينة (مقياس مركب من 20 فقرة تغطي المستويات الأربعة للنضج).
- ممارسات إدارة المخاطر المالية (مدى استخدام أدوات التحوط، أنواع المخاطر المدارة).
- استخدام التكنولوجيا في إدارة الخزينة (مدى استخدام أنظمة TMS تطبيقات الذكاء الاصطناعي).
- مساهمة الخزينة في القرارات الاستراتيجية (مقياس من 10 فقرات).
- المعوقات التي تحول دون التحول الاستراتيجي للخزينة (قائمة بالمعوقات المحتملة).

4- تحليل المؤشرات المالية (Financial Ratios Analysis)

سيتم تحليل المؤشرات المالية التالية للشركات عينة الدراسة:

المؤشر طريقة القياس الدلالة

المؤشر	طريقة القياس	الدلالة
CCC دورة التحول النقدي	أيام المخزون + أيام التحصيل - أيام السداد	كفاءة إدارة رأس المال العامل
العائد على رأس المال المستثمر ROIC	المستثمر NOPAT إجمالي رأس المال ÷	كفاءة استخدام رأس المال
متوسط تكلفة رأس المال المرجح WACC	(تكلفة الدين × نسبة الدين) + (تكلفة حقوق الملكية × نسبة حقوق الملكية)	تكلفة التمويل
ربحية السهم (ESP)	صافي الربح ÷ عدد الأسهم القائمة	ربحية السهم
TSR عائد المساهم الإجمالي	(التغير في سعر السهم ÷ سعر السهم في بداية الفترة) × 100	العائد الإجمالي للمساهمين
نسبة السيولة السريعة	(الأصول المتداولة - المخزون) ÷ الالتزامات المتداولة	قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل

خامساً: أساليب المعالجة الإحصائية

سيتم استخدام الأساليب الإحصائية التالية لتحليل البيانات واختبار الفروض:

- 1- الإحصاء الوصفي (Descriptive Statistics) : استخدام المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية والنسب المئوية لوصف خصائص عينة الدراسة ومستوى نضج وظيفة الخزينة.
- 2- اختبارات الفروض (Hypothesis Testing) : اختبار (ت) لعينتين مستقلتين (Independent Samples T-Test) لمقارنة متوسطات مؤشرات القيمة بين الشركات ذات المستوى المرتفع للنضج والشركات ذات المستوى المنخفض.
- تحليل التباين الأحادي (ANOVA) لمقارنة متوسطات المؤشرات بين القطاعات الفرعية المختلفة.
- معامل ارتباط بيرسون (Pearson Correlation) لقياس قوة واتجاه العلاقة بين متغيرات الدراسة.
- 3- تحليل الانحدار (Regression Analysis) :
 - الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression) لاختبار أثر متغيرات الخزينة المستقلة على متغيرات قيمة الشركة التابعة.
 - تحليل المسار (Path Analysis) لتحديد الأبعاد الرئيسية لمستوى نضج وظيفة الخزينة والمعوقات التي تحول دون التحول الاستراتيجي.
- 4- التحليل العاملي (Factor Analysis) لتحديد الأبعاد الرئيسية لمستوى نضج وظيفة الخزينة والمعوقات التي تحول دون التحول الاستراتيجي.

سادساً: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في مجموعة من الأبعاد التي تحدد نطاقها وتوجهها، وذلك بهدف توضيح الإطار الذي أجريت ضمنه الدراسة، ويمكن تقسيم هذه الحدود على النحو التالي:

1. الحدود الموضوعية (Thematic Boundaries)

تركز هذه الدراسة على تحليل الدور الاستراتيجي لوظيفة إدارة الخزينة في تعظيم قيمة الشركات، وذلك من خلال دراسة مجموعة محددة من محاور إدارة الخزينة، وهي:

- إدارة السيولة
- إدارة المخاطر المالية (العملات، أسعار الفائدة، السلع)
- إدارة رأس المال العامل

- تكلفة رأس المال وهيكـل التمويل
- استخدام أنظمة إدارة الخزينة (TMS) والتقنيات المالية الحديثة

ولا تتناول الدراسة بعض الجوانب الأخرى المرتبطة بالإدارة المالية بشكل موسع، مثل:

- إدارة علاقات المستثمرين
- التخطيط الضريبي
- إدارة التأمين

2. الحدود المكانية (Geographical Boundaries)

تقتصر الدراسة على الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول)، وذلك لعدة اعتبارات، منها:

- أهمية القطاع الصناعي في الاقتصاد السعودي
- تنوع أنشطة الشركات الصناعية
- تعرضها لمخاطر مالية متعددة

ولا تمتد نتائج الدراسة بالضرورة لتشمل:

- القطاعات الأخرى (مثل البنوك أو الخدمات)
- الأسواق المالية الأخرى خارج المملكة

3. الحدود الزمنية (Time Boundaries)

تغطي الدراسة الفترة الزمنية الممتدة من 2020 إلى 2025، وهي فترة تتميز بـ:

- تقلبات اقتصادية ومالية عالمية
- تغيرات في أسعار الفائدة والعملات
- تسارع التحول الرقمي في المؤسسات المالية

وقد تم اختيار هذه الفترة لما توفره من بيانات حديثة تعكس الواقع الحالي لوظيفة إدارة الخزينة.

4. الحدود البشرية (Human Boundaries)

تقتصر الدراسة من حيث البيانات الأولية على:

- المدراء الماليين (CFOs)
- مديري وأخصائيي إدارة الخزينة
- العاملين في الإدارات المالية بالشركات الصناعية

وذلك من خلال:

- المقابلات
- الاستبانات

5. الحدود المنهجية (Methodological Boundaries)

تعتمد الدراسة على المنهج المختلط (Mixed Methods) الذي يجمع بين:

- التحليل الكمي (المؤشرات المالية)

- التحليل النوعي (دراسات الحالة والمقابلات)

كما تقتصر أدوات التحليل على:

- تحليل القوائم المالية
- مؤشرات الأداء المالي (ROIC, TSR, WACC, CCC)

- أساليب إحصائية مثل الارتباط والانحدار

الفصل الخامس: نتائج الدراسة

تمهيد،،

يهدف هذا الفصل إلى عرض نتائج الدراسة المتعلقة بتحليل أثر التحول الاستراتيجي لوظيفة إدارة الخزينة من الدور التشغيلي التقليدي إلى الشريك الاستراتيجي على تعظيم قيمة الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول). ويعتمد هذا الفصل على نتائج التحليل الكمي للبيانات المالية، بالإضافة إلى نتائج التحليل النوعي المستند إلى الاستبانات والمقابلات، وذلك لاختبار فروض الدراسة والإجابة عن تساؤلاتها.

وقد تم تنظيم عرض النتائج وفقاً لفروض الدراسة الرئيسية والفرعية، بهدف بيان طبيعة العلاقة بين مستوى نضج إدارة الخزينة وكل من كفاءة السيولة، وإدارة المخاطر المالية، وإدارة رأس المال العامل، وتكلفة رأس المال، وانعكاس ذلك على مؤشرات تعظيم قيمة الشركة.

أولاً: النتائج الوصفية

أظهرت نتائج التحليل الوصفي وجود تباين ملحوظ في مستوى نضج إدارة الخزينة بين الشركات الصناعية محل الدراسة، حيث يمكن تصنيف هذه الشركات إلى ثلاث فئات رئيسية:

- شركات تعتمد على الخزينة التشغيلية التقليدية، وتركز على إدارة المدفوعات والسيولة اليومية
- شركات في مرحلة انتقالية تتبنى بعض الممارسات التكتيكية مثل التخطيط النقدي والتحوط الجزئي
- شركات متقدمة تتبنى نموذج الخزينة الاستراتيجية، وتشارك في اتخاذ القرارات المالية الكبرى

كما بينت النتائج أن نسبة محدودة من الشركات تعتمد بشكل كامل على أنظمة إدارة الخزينة (TMS)، في حين لا تزال العديد من الشركات تعتمد على أساليب تقليدية، مما يعكس وجود فجوة في التحول الرقمي داخل وظيفة الخزينة.

ثانياً: نتائج الفرض الأول

ينص الفرض الأول على وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتطبيق أنظمة إدارة الخزينة (TMS) على تحسين كفاءة السيولة في الشركات الصناعية السعودية.

النتيجة:

أظهرت نتائج التحليل وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين استخدام أنظمة إدارة الخزينة وكفاءة إدارة السيولة. حيث تبين أن الشركات التي تعتمد على هذه الأنظمة تحقق:

- انخفاضاً في متوسط الأرصدة النقدية الخاملة
- تحسناً في دقة التنبؤات النقدية
- زيادة في كفاءة إدارة التدفقات النقدية

كما أظهرت النتائج أن هذه الشركات تتمتع بقدرة أعلى على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، مما يعزز من استقرارها المالي ويقلل من حاجتها إلى التمويل الخارجي قصير الأجل.

ثالثاً: نتائج الفرض الثاني

ينص الفرض الثاني على أن إدارة المخاطر المالية المتقدمة تسهم في تقليل تقلبات الأرباح وتحسين استقرار الأداء المالي.

النتيجة:

أوضحت النتائج وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين مستوى التعرض للمخاطر المالية وتقلبات الأرباح، حيث تبين أن الشركات التي تطبق استراتيجيات تحوط فعالة ضد مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة تحقق:

- انخفاضاً في معامل تذبذب ربحية السهم (EPS)
- استقراراً أكبر في التدفقات النقدية
- قدرة أفضل على التنبؤ بالأداء المالي

كما أظهرت النتائج أن هذه الشركات أقل عرضة للصدمات الناتجة عن تقلبات الأسواق المالية، مما ينعكس إيجاباً على ثقة المستثمرين.

رابعاً: نتائج الفرض الثالث

ينص الفرض الثالث على أن مركزية وظيفة إدارة الخزينة تسهم في خفض متوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC).

النتيجة:

أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين درجة مركزية الخزينة ومتوسط تكلفة رأس المال، حيث تبين أن الشركات التي تعتمد على نموذج الخزينة المركزية تحقق:

- انخفاضاً في تكلفة التمويل
- تحسناً في شروط الاقتراض
- تحقيق وفورات الحجم في العمليات التمويلية

كما ساهمت المركزية في تحسين كفاءة تخصيص الموارد المالية، وتقليل التكرار في العمليات، مما أدى إلى تحسين الأداء المالي العام للشركات.

خامساً: نتائج الفرض الرابع

ينص الفرض الرابع على أن تقصير دورة التحول النقدي (CCC) يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركة.

النتيجة:

أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين طول دورة التحول النقدي وقيمة الشركة، حيث تبين أن الشركات التي نجحت في تقليل مدة هذه الدورة تحقق:

- تحسناً في السيولة
- ارتفاعاً في العائد على رأس المال المستثمر (ROIC)
- زيادة في عائد المساهم الإجمالي (TSR)

كما أظهرت النتائج أن تقصير دورة التحول النقدي يسهم في تقليل الحاجة إلى التمويل الخارجي، وتحسين كفاءة استخدام الموارد المالية.

سادساً: نتائج الفرض الخامس

ينص الفرض الخامس على وجود علاقة بين تبني التكنولوجيا المالية (FinTech) وتحسين كفاءة إدارة رأس المال العامل.

النتيجة:

أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين استخدام التقنيات المالية الحديثة وكفاءة إدارة رأس المال العامل، حيث تبين أن الشركات التي تتبنى حلول FinTech تحقق:

- تحسناً في إدارة الذمم المدينة والدائنة

- تقليلًا في فترات التحصيل
- تسريعاً في دورة العمليات المالية

كما ساهمت هذه التقنيات في تحسين دقة المعلومات المالية، ودعم اتخاذ القرار بشكل أسرع وأكثر كفاءة.

سابعاً: نتائج التحليل النوعي

أظهرت نتائج المقابلات والاستبانات مجموعة من النتائج المهمة التي تفسر الواقع العملي لإدارة الخزينة في الشركات الصناعية السعودية، ومن أبرزها:

- ضعف الوعي لدى بعض الإدارات العليا بالدور الاستراتيجي لإدارة الخزينة
- محدودية مشاركة إدارة الخزينة في اتخاذ القرارات الاستراتيجية
- وجود معوقات تنظيمية، مثل ضعف الهيكل التنظيمي للخزينة
- وجود تحديات تقنية، مثل ضعف التكامل بين الأنظمة المالية
- مقاومة التغيير داخل بعض الشركات

كما أشار عدد من المشاركين إلى أن التحول نحو الخزينة الاستراتيجية يتطلب دعماً واضحاً من الإدارة العليا، واستثماراً في الكفاءات البشرية والتقنيات الحديثة.

ثامناً: ملخص نتائج الدراسة

بناءً على ما سبق، يمكن تلخيص أهم نتائج الدراسة فيما يلي:

- وجود علاقة إيجابية بين نضج إدارة الخزينة وتعظيم قيمة الشركة
- تأثير واضح لممارسات الخزينة الحديثة على تحسين السيولة وتقليل المخاطر
- دور مهم لمركزية الخزينة في خفض تكلفة التمويل

- أهمية إدارة رأس المال العامل في تحسين الأداء المالي
- تأثير التكنولوجيا المالية في تعزيز كفاءة العمليات المالية

وتؤكد هذه النتائج أن التحول الاستراتيجي لوظيفة إدارة الخزينة يمثل عاملاً حاسماً في تحسين الأداء المالي وتعظيم قيمة الشركات الصناعية.

الفصل السادس: مناقشة النتائج

تمهيد

يهدف هذا الفصل إلى تفسير وتحليل النتائج التي تم التوصل إليها في الفصل السابق، وربطها بالإطار النظري والدراسات السابقة، وذلك بهدف تقديم فهم أعمق للعلاقة بين التحول الاستراتيجي لوظيفة إدارة الخزينة وتعظيم قيمة الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول). كما يسعى هذا الفصل إلى توضيح دلالات النتائج وانعكاساتها العملية، وتحديد مدى توافقها مع الأدبيات المالية الحديثة.

أولاً: مناقشة النتائج المتعلقة بكفاءة إدارة السيولة

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين تطبيق أنظمة إدارة الخزينة (TMS) وتحسين كفاءة إدارة السيولة. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن أنظمة إدارة الخزينة توفر رؤية شاملة وفورية للتدفقات النقدية، مما يمكن الشركات من إدارة السيولة بشكل أكثر دقة وكفاءة.

كما أن هذه الأنظمة تساهم في تقليل الأرصدة النقدية الخاملة، وتحسين التنبؤ بالتدفقات النقدية، وهو ما يؤدي إلى الاستخدام الأمثل للموارد المالية. وتنسجم هذه النتيجة مع ما تشير إليه الأدبيات الحديثة التي تؤكد أن التحول الرقمي في إدارة الخزينة يعد من العوامل الرئيسية في تحسين الأداء المالي وتعزيز القيمة المؤسسية.

وتعكس هذه النتيجة أيضاً انتقال وظيفة إدارة الخزينة من دورها التقليدي القائم على إدارة النقد اليومي إلى دور أكثر استراتيجية يركز على تعظيم كفاءة السيولة وربطها بقرارات الاستثمار والتمويل.

ثانياً: مناقشة النتائج المتعلقة بإدارة المخاطر المالية

بينت نتائج الدراسة أن الشركات التي تطبق استراتيجيات متقدمة في إدارة المخاطر المالية تحقق استقراراً أكبر في الأرباح والتدفقات النقدية. ويمكن تفسير ذلك بأن استخدام أدوات التحوط يساهم في تقليل التعرض لتقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة، مما يؤدي إلى تقليل عدم اليقين في النتائج المالية.

كما أن استقرار الأرباح يعزز من ثقة المستثمرين، ويؤدي إلى تحسين تقييم الشركة في الأسواق المالية. وتتوافق هذه النتيجة مع نظرية إدارة المخاطر التي تؤكد أن تقليل التقلبات المالية يساهم في خفض تكلفة رأس المال وزيادة قيمة الشركة.

وتشير هذه النتيجة إلى أن إدارة المخاطر لم تعد مجرد وظيفة وقائية، بل أصبحت أداة استراتيجية تساهم في تحقيق الاستقرار المالي وتعزيز القدرة التنافسية للشركات.

ثالثاً: مناقشة النتائج المتعلقة بتكلفة رأس المال (WACC)

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين مركزية إدارة الخزينة ومتوسط تكلفة رأس المال المرجحة (WACC)، حيث تساهم مركزية الخزينة في خفض تكلفة التمويل وتحسين شروط الاقتراض.

ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن مركزية الخزينة تتيح للشركات الاستفادة من وفورات الحجم، وتحسين قدرتها التفاوضية مع المؤسسات المالية، بالإضافة إلى تحسين إدارة السيولة على مستوى المجموعة، مما يقلل من الحاجة إلى التمويل الخارجي المكلف.

كما أن تحسين هيكل رأس المال من خلال الإدارة الفعالة للخزينة يؤدي إلى خفض المخاطر المالية، وهو ما ينعكس إيجاباً على تكلفة رأس المال. وتتفق هذه النتيجة مع نظرية المقايضة (Trade-Off Theory) التي تؤكد أهمية تحقيق التوازن بين العوائد والمخاطر في تحديد هيكل التمويل الأمثل.

رابعاً: مناقشة النتائج المتعلقة بإدارة رأس المال العامل

أوضحت نتائج الدراسة أن تقصير دورة التحول النقدي (CCC) يسهم بشكل مباشر في تحسين السيولة وزيادة العائد على رأس المال المستثمر (ROIC) وعائد المساهم الإجمالي (TSR).

ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن تقليل مدة بقاء النقد في دورة التشغيل يؤدي إلى تحرير السيولة، مما يمكن الشركات من إعادة استثمارها في مشاريع ذات عائد أعلى. كما أن تحسين إدارة الذمم المدينة والمخزون والذمم الدائنة يسهم في رفع كفاءة التشغيل وتقليل الحاجة إلى التمويل الخارجي.

وتتوافق هذه النتيجة مع الأدبيات التي تشير إلى أن الإدارة الفعالة لرأس المال العامل تعد من أهم العوامل المؤثرة في تعظيم قيمة الشركة، خاصة في الشركات الصناعية التي تتميز بدورات تشغيلية طويلة.

خامساً: مناقشة النتائج المتعلقة بالتكنولوجيا المالية (FinTech)

أظهرت النتائج أن تبني التكنولوجيا المالية يسهم في تحسين كفاءة إدارة رأس المال العامل وتعزيز سرعة ودقة اتخاذ القرار المالي. ويمكن تفسير ذلك بأن التقنيات الحديثة، مثل أنظمة إدارة الخزينة والتحليلات المتقدمة، توفر بيانات دقيقة وفورية تدعم القرارات المالية.

كما أن استخدام هذه التقنيات يقلل من الأخطاء التشغيلية، ويعزز من مستوى الشفافية والرقابة المالية، مما يسهم في تحسين الأداء المالي العام للشركات.

وتشير هذه النتيجة إلى أن التحول الرقمي يمثل أحد المحركات الأساسية لتطوير وظيفة إدارة الخزينة، ونقلها إلى مستوى أكثر استراتيجياً وفعالية.

سادساً: مناقشة نتائج التحليل النوعي

أظهرت نتائج التحليل النوعي وجود مجموعة من المعوقات التي تحد من تحول إدارة الخزينة إلى شريك استراتيجي، من أبرزها:

- ضعف الوعي الإداري بالدور الاستراتيجي للخزينة
- محدودية مشاركة إدارة الخزينة في اتخاذ القرارات الاستراتيجية
- ضعف التكامل بين الأنظمة المالية
- مقاومة التغيير داخل بعض المنظمات

ويمكن تفسير هذه النتائج بأن التحول الاستراتيجي لإدارة الخزينة لا يعتمد فقط على الأدوات والتقنيات، بل يتطلب أيضاً تغييراً في الثقافة التنظيمية، ودعماً من الإدارة العليا، وإعادة هيكلة دور الخزينة داخل المنظمة.

وتشير هذه المعوقات إلى أن التحدي الحقيقي لا يكمن في نقص الأدوات، بل في كيفية توظيفها ضمن إطار استراتيجي متكامل.

سابعاً: الربط بين النتائج والإطار النظري

تدعم نتائج الدراسة بشكل واضح المنطلقات النظرية التي تم عرضها في الفصل الثاني، حيث:

- تتفق مع نظرية تعظيم قيمة المساهمين من خلال إظهار دور إدارة الخزينة في تحسين الأداء المالي
- تدعم نظرية الوكالة من خلال تعزيز الشفافية وتقليل المخاطر
- تنسجم مع نظرية الموارد والقدرات (RBV) التي ترى أن الكفاءات المالية تمثل ميزة تنافسية
- تتوافق مع نظرية إدارة المخاطر في تقليل التقلبات وتحسين الاستقرار المالي

ويعزز هذا التوافق من موثوقية النتائج، ويؤكد أن التحول الاستراتيجي لإدارة الخزينة يمثل إطاراً نظرياً وتطبيقياً متكاملًا لتعظيم قيمة الشركة.

ثامناً: دلالات النتائج

تشير نتائج الدراسة إلى عدد من الدلالات المهمة، من أبرزها:

- أن إدارة الخزينة تمثل أحد المحركات الأساسية لتعظيم قيمة الشركة
- أن التحول من الدور التشغيلي إلى الدور الاستراتيجي يعد ضرورة وليس خياراً
- أن التكنولوجيا المالية تمثل عاملاً حاسماً في تطوير وظيفة الخزينة
- أن دعم الإدارة العليا يعد شرطاً أساسياً لنجاح هذا التحول

تاسعاً: خلاصة المناقشة

بناءً على ما سبق، يمكن القول إن نتائج الدراسة تؤكد أن تطوير وظيفة إدارة الخزينة وتحويلها إلى شريك استراتيجي يسهم بشكل مباشر وغير مباشر في تحسين الأداء المالي وتعظيم قيمة الشركات الصناعية. كما أن هذا التحول يتطلب تكاملاً بين العوامل التقنية والتنظيمية والبشرية، بالإضافة إلى تبني رؤية استراتيجية واضحة من قبل الإدارة العليا

الفصل السابع : التوصيات

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، والتي أكدت وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى نضج وظيفة إدارة الخزينة وتعظيم قيمة الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية السعودية، إضافة إلى الدور المحوري لإدارة السيولة والمخاطر المالية ورأس المال العامل في تحسين الأداء المالي، تقدم هذه الدراسة مجموعة من التوصيات العملية والعلمية التي يمكن أن تسهم في تعزيز الدور الاستراتيجي لإدارة الخزينة.

أولاً: التوصيات على مستوى الشركات

1. تعزيز الدور الاستراتيجي لإدارة الخزينة

يوصى بتمكين إدارة الخزينة من المشاركة الفعالة في القرارات الاستراتيجية، مثل قرارات التمويل والاستثمار وإعادة الهيكلة، وعدم قصر دورها على الجوانب التشغيلية.

2. تبني نماذج متقدمة لنضج الخزينة

ينبغي على الشركات العمل على تطوير وظيفة الخزينة وفق نماذج النضج الحديثة، والانتقال التدريجي من المستوى التشغيلي إلى المستوى الاستراتيجي.

3. الاستثمار في أنظمة إدارة الخزينة (TMS)

يوصى بتبني أنظمة إدارة الخزينة المتطورة لما لها من دور في تحسين كفاءة إدارة السيولة، وتعزيز دقة التنبؤات النقدية، ودعم اتخاذ القرار.

4. تطبيق استراتيجيات فعالة لإدارة المخاطر المالية

ضرورة استخدام أدوات التحوط وإدارة المخاطر (مثل المشتقات المالية) للحد من تقلبات أسعار الفائدة والعملات والسلع، بما يسهم في استقرار الأرباح والتدفقات النقدية.

5. تحسين إدارة رأس المال العامل

العمل على تقليل دورة التحول النقدي (CCC) من خلال تحسين إدارة المخزون، وتسريع عمليات التحصيل، وإدارة الذمم الدائنة بكفاءة.

6. تعزيز مركزية إدارة الخزينة

يوصى بتطبيق مفهوم مركزية الخزينة (Treasury Centralization) في الشركات متعددة الفروع لما له من أثر في تحسين كفاءة تخصيص السيولة وخفض تكلفة التمويل.

7. تبني التكنولوجيا المالية (FinTech)

الاستفادة من التقنيات المالية الحديثة في تطوير العمليات المالية، وتحسين سرعة ودقة التحليل المالي، وتعزيز الشفافية.

8. تطوير الكفاءات البشرية في إدارة الخزينة

الاستثمار في تدريب وتأهيل الكوادر البشرية في مجالات التحليل المالي، وإدارة المخاطر، واستخدام الأنظمة التقنية الحديثة.

9. تعزيز التكامل بين الإدارات المالية

ضرورة تحقيق التكامل والتنسيق بين إدارة الخزينة وبقية الإدارات (المحاسبة، التخطيط المالي، المشتريات، المبيعات) لضمان كفاءة إدارة الموارد المالية.

ثانياً: التوصيات على مستوى الإدارة العليا

1. دعم التحول الاستراتيجي للخزينة

ضرورة تبني الإدارة العليا لرؤية واضحة تدعم تحول إدارة الخزينة إلى شريك استراتيجي.

2. تعزيز الحوكمة المالية

تطوير سياسات وإجراءات رقابية تضمن كفاءة إدارة السيولة والمخاطر، وتعزيز الشفافية في اتخاذ القرار المالي.

3. إدماج الخزينة في التخطيط الاستراتيجي

إشراك إدارة الخزينة في إعداد الخطط الاستراتيجية طويلة الأجل للشركة.

ثالثاً: التوصيات على مستوى الجهات التنظيمية

1. وضع إرشادات لتطوير إدارة الخزينة

يوصى بأن تعمل الجهات التنظيمية على إصدار أدلة إرشادية تعزز ممارسات إدارة الخزينة الحديثة.

2. تعزيز الإفصاح المالي

تشجيع الشركات على الإفصاح عن ممارسات إدارة الخزينة وإدارة المخاطر ضمن التقارير السنوية.

3. دعم التحول الرقمي المالي

تحفيز الشركات على تبني التكنولوجيا المالية من خلال سياسات داعمة.

رابعاً: التوصيات للباحثين والدراسات المستقبلية

1. إجراء دراسات مستقبلية حول دور الذكاء الاصطناعي في إدارة الخزينة.
2. دراسة العلاقة بين الحوكمة المالية ونضج إدارة الخزينة.
3. توسيع نطاق الدراسة ليشمل قطاعات اقتصادية أخرى.
4. استخدام نماذج قياسية متقدمة لتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة.

خلاصة التوصيات

تؤكد هذه التوصيات أن تطوير وظيفة إدارة الخزينة يمثل أحد أهم العوامل الاستراتيجية التي تسهم في تحسين الأداء المالي وتعظيم قيمة الشركات، وأن الاستثمار في الأنظمة والتقنيات والكفاءات البشرية، إلى جانب دعم الإدارة العليا، يشكل الأساس لنجاح الشركات.

الفصل الثامن: الخاتمة

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل وقياس أثر التحول الاستراتيجي لوظيفة إدارة الخزينة من الدور التشغيلي التقليدي إلى الشريك الاستراتيجي على تعظيم قيمة الشركات الصناعية المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول)، وذلك في ظل التغيرات المتسارعة في بيئة الأعمال، والتقلبات في الأسواق المالية، وتزايد أهمية الكفاءة في إدارة الموارد المالية.

أولاً: ملخص الدراسة

انطلقت الدراسة من إشكالية رئيسية تتمثل في وجود فجوة بين الدور النظري المتقدم لإدارة الخزينة والدور التطبيقي الفعلي في العديد من الشركات، خاصة في الأسواق الناشئة، حيث لا تزال بعض الشركات تنظر إلى إدارة الخزينة كمركز تكلفة بدلاً من كونها مركز قيمة.

واعتمدت الدراسة على المنهج المختلط (Mixed Methods Approach)، الذي جمع بين التحليل الكمي للبيانات المالية لعينة من الشركات الصناعية خلال الفترة (2020-2025)، والتحليل النوعي من خلال الاستبيانات والمقابلات ودراسة الحالات، بهدف تقديم فهم شامل لأثر نضج إدارة الخزينة على قيمة الشركة.

ثانياً: أهم النتائج

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج الجوهرية، من أبرزها:

- وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مستوى نضج إدارة الخزينة وتعظيم قيمة الشركة.
- أن تبني ممارسات الخزينة الحديثة، مثل مركزية الخزينة وتطبيق أنظمة إدارة الخزينة (TMS)، يسهم في تحسين كفاءة إدارة السيولة وتقليل الأرصدة النقدية الخاملة.
- أن الإدارة الفعالة للمخاطر المالية تؤدي إلى تقليل تقلبات الأرباح وتعزيز استقرار التدفقات النقدية.
- أن تحسين إدارة رأس المال العامل، وخاصة تقصير دورة التحول النقدي (CCC)، يسهم في تعزيز الأداء المالي وزيادة عوائد المساهمين.

- وجود تأثير إيجابي للتكنولوجيا المالية (FinTech) في تطوير وظيفة إدارة الخزينة وتعزيز كفاءتها التشغيلية والاستراتيجية.
- وجود معوقات تنظيمية وتقنية وثقافية تحد من التحول الاستراتيجي لإدارة الخزينة، أبرزها ضعف التكامل بين الأنظمة المالية، وقلة الوعي الإداري.

ثالثاً: الإسهام العلمي للدراسة

تسهم هذه الدراسة في إثراء الأدبيات المالية من خلال:

- تقديم إطار نظري وتطبيقي يربط بين نضج إدارة الخزينة وتعظيم قيمة الشركة.
- سد الفجوة البحثية في الدراسات العربية المتعلقة بالدور الاستراتيجي لإدارة الخزينة.
- دمج المفاهيم المالية الحديثة، مثل إدارة المخاطر والتكنولوجيا المالية، ضمن نموذج تحليلي متكامل.
- تقديم نموذج تطبيقي يمكن الاستفادة منه في تطوير وظيفة الخزينة في الشركات الصناعية.

رابعاً: الإسهام التطبيقي

توفر الدراسة مجموعة من الدلالات التطبيقية المهمة، من أبرزها:

- دعم صناع القرار المالي في فهم الدور الاستراتيجي لإدارة الخزينة.
- تقديم أدوات عملية لتحسين إدارة السيولة والمخاطر ورأس المال العامل.
- تعزيز توجه الشركات نحو التحول الرقمي في الإدارة المالية.
- مساعدة الشركات في تحسين هيكل رأس المال وخفض تكلفة التمويل.

خامساً: آفاق مستقبلية

في ظل التطورات المتسارعة في مجال المالية والتكنولوجيا، تبرز الحاجة إلى المزيد من الدراسات التي تتناول:

- دور الذكاء الاصطناعي في إدارة الخزينة.
- تأثير التحول الرقمي على كفاءة القرارات المالية.
- العلاقة بين الحوكمة المالية ونضج إدارة الخزينة.
- تطبيق نماذج متقدمة لتحليل المخاطر المالية وتأثيرها على قيمة الشركة.

خلاصة عامة

تخلص الدراسة إلى أن إدارة الخزينة لم تعد مجرد وظيفة تشغيلية، بل أصبحت أحد الركائز الاستراتيجية التي تسهم بشكل مباشر في تعظيم قيمة الشركة. وبعد التحول نحو الخزينة الاستراتيجية ضرورة حتمية في ظل التحديات المالية المعاصرة، حيث يمكن للشركات التي تتبنى هذا التحول أن تحقق كفاءة أعلى في إدارة مواردها المالية، وتقلل من المخاطر، وتعزز قدرتها التنافسية في السوق.

وعليه، فإن الاستثمار في تطوير وظيفة إدارة الخزينة، سواء من خلال الأنظمة أو الكفاءات البشرية أو السياسات المالية، يمثل خياراً استراتيجياً يسهم في تحقيق الاستدامة المالية وتعظيم القيمة على المدى.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية

- السوق المالية السعودية (تداول). (2026). دليل تصنيف القطاعات للشركات المدرجة. الرياض: السوق المالية السعودية.
- الحربي، محمد بن عبدالعزيز. (2023). إدارة السيولة ودورها في تحسين الأداء المالي للشركات. مجلة العلوم المالية، 12(2)، 45-78.
- الزهراني، أحمد بن علي. (2024). إدارة المخاطر المالية في الشركات الصناعية وأثرها على الاستقرار المالي. مجلة الإدارة الحديثة، 15(1)، 101-130.
- العمري، خالد بن صالح. (2022). دور الإدارة المالية في تعظيم قيمة المنشأة. الرياض: دار المسيرة للنشر.
- القحطاني، فهد بن عبدالله. (2023). تأثير إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات المدرجة. مجلة الاقتصاد التطبيقي، 9(3)، 55-88.

ثانياً: المراجع الأجنبية

Bergesio, N. (2024). The treasury function as a lever for value creation: A case study analysis of Alstom Ferroviaria S.p.A. University of Turin.

Boukhalefa, S. (2025). The role of treasury management information systems in rationalizing financial decisions: Case study of LafargeHolcim Group – Algeria. *Journal of Business and Trade Economics*, 10(1), 183–203.

Citi. (2024). Working capital efficiency generates significant value. Citi Perspectives Report.

GTreasury. (2025). Why is treasury management important? The strategic shift from gatekeeper to growth enabler. GTreasury Insights.

Lenovo. (2024). ESG-linked treasury and credit rating upgrade. EuroFinance & Lenovo Treasury.

Makode, M., & Masone, T. (2024). Evolving treasury landscape: Navigating economic shifts and technological advancements. EuroFinance.

Martin, R., Rudolph, J., & Toker, S. (2025). Treasury strategy in the boardroom: From technical expert to strategic partner. *The Treasurer Journal*.

Ramos-Alves, S., Patel, R., & Gaub, K. (2024). Multipronged strategic financial risk initiative delivers value for BMS. *Treasury & Risk*.

Teva Pharmaceuticals. (2024). Working capital cash generation strategy. Teva Investor Relations.

والله ولي التوفيق ،،،

Midocean University

College of Business Administration

Master of Business Administration (MBA)



The Strategic Role of Treasury Management in Maximizing Firm Value: n Applied Study on Industrial Companies Listed on the Saudi Stock Exchange (Tadawul)

from the Perspective of the Transformation from Financial Gatekeeper to Strategic Partner

Prepared by:

Nasser Abdullah Al Khdheeri

Student ID: 251002782

Supervised by:

Dr. Al-Faisal Abdulhamid Mohammed Hassan

Dr. Fayez Jarad

Academic Year: 2026