

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

UNIVERSITE BADJI MOKHTAR - ANNABA
BADJI MOKHTAR - ANNABA UNIVERSIT



جامعة باجي مختار - عنابة

الكلية: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
القسم: علوم مالية
الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
الشعبة: علوم مالية ومحاسبة
التخصص: مالية المؤسسة

مطبوعة بيداغوجية بعنوان:

تسيير وإستراتيجية مالية

موجهة لطلبة السنة الثانية: ماستر - السداسي الثالث - تخصص: مالية المؤسسة

من إعداد: د. لمياء هوام

السنة الجامعية: 2022-2023

السداسي: الثالث

اسم الوحدة: الوحدة الأساسية

اسم المادة: تسيير وإستراتيجية مالية

الرصيد: 6

المعامل: 2

أهداف التعليم:

بعد دراسة هذا المقياس يفترض أن يكون لدى الطالب القدرة على تحليل الاستراتيجيات المالية الكبرى كالاندماج أو الاستحواذ، والسياسات المالية الطويلة الأجل.

المعارف المسبقة المطلوبة :

يجب أن يكون لدى الطالب معرفة دقيقة بالجوانب المحاسبية اللازمة في الاستراتيجيات المالية، إضافة إلى قدرته لتحليل الوضعية المالية للمؤسسة قبل الدخول في هذه الاستراتيجيات.

محتوى المادة:

- 1- المقاربات و إنشاء القيمة.
- 2- عمليات التحكم في التسيير.
- 3- عمليات الاندماج.
- 4- التنازل الجزئي و أو الكلي على الأصول.
- 5- عمليات إعادة الهيكلة و التصحيح.
- 6- السياسات المالية الطويلة الأجل.

طريقة التقييم: تقييم مستمر و امتحان نهائي 50 بالمائة للمحاضرة و 50 بالمائة للأعمال الموجهة.

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
أ	مقدمة
01	الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة
01	I. مفاهيم أساسية حول الاستراتيجية
09	II. التأصيل النظري للاستراتيجية المالية
20	III. التشخيص الاستراتيجي للوضع المالية للمؤسسة
31	الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي
31	I. الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية
43	II. القرارات المالية في المؤسسة
56	الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة
56	I. الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة
67	II. أثر اختيار تكاليف التمويل في قيمة المؤسسة الاقتصادية
76	III. النظريات المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة الاقتصادية
86	الفصل الرابع: استراتيجية تسيير المحفظة الاستثمارية في إطار اقتناء أوالتنازل على الأصول
86	I. مفاهيم حول المحفظة الاستثمارية
93	II. أساليب تقييم أداء المحافظ الاستثمارية
99	III. سياسات واستراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية
106	الفصل الخامس: الاستراتيجيات والسياسات المالية طويلة الأجل
106	I. أساسيات عمليات الاندماج والاستحواذ
120	II. استراتيجية الدخول إلى السوق المالي
125	قائمة المراجع

تواجه المؤسسة العديد من التحديات نتيجة ما يشهده عالم الأعمال من تطورات سريعة في شتى المجالات ما يقتضي إعداد خطط مدروسة طويلة بما يساعدها على اختيار أفضل القرارات التي تعظم قيمة المؤسسة، بما أنها نظام مفتوح تتأثر وتؤثر بالمحيط من خلال مختلف مكوناته وبالأخص مكونات المحيط المالي الذي يؤثر عليها، وبالتالي لابد من إعداد استراتيجية مالية تعمل على تحقيق أهداف بعيدة المدى عن طريق اتخاذ جملة من القرارات المالية الاستراتيجية والسعي إلى ترشيد هذه القرارات بما يتماشى والسياسة العامة للمؤسسة وأهدافها. لذلك تقوم الإدارة المالية بتبني القرارات التي تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة، ذلك أن بناء أي قرار مالي مناسب يعد من بين التحديات التي تواجهها نظرا للصعوبات التي تواجهها في إيجاد واختيار المصادر التمويلية الملائمة إذ يتوجب عليها التوفيق بين قدراتها الذاتية والعرض الخارجي من مختلف المصادر التمويلية وهذا في ظل القيود المفروضة، ذلك من خلال تكوين مزيج تمويلي أمثل بأقل التكاليف الممكنة وبدرجة خطر مقبولة هذا لتحقيق هدف المؤسسة النهائي المتمثل في تعظيم قيمتها الحقيقية، وكذا تحديد أسلوب وكيفية استغلال هذه المصادر التمويلية من أجل تلبية حاجاتها الاستثمارية في إطار تحقيق الأهداف المرجوة من مختلف العناصر الفاعلة والتي تتمثل أبرزها في تعظيم القيمة مقارنة بالتكلفة، مما يسمح لها باختيار أفضلها التي تساهم في تحقيق الأهداف المسطرة، والموازنة بين توزيع الأرباح واحتجازها، من خلال اختيار السياسة الملائمة التي ترضي أصحاب رؤوس الأموال ويحقق الاستقلالية المالية للمؤسسة ويعظم قيمتها.

تهدف هذه المطبوعة إلى تقديم مقرر مقياس تسيير واستراتيجية مالية، يعتبر هذا المقياس من بين مقاييس الوحدة الأساسية لتخصص مالية المؤسسة لطلبة السنة الثانية-ماستر-، شعبة علوم مالية ومحاسبة، كما يمكن الاستعانة بهذه المطبوعة ضمن تخصصات أخرى في طوري الليسانس والماستر.

1. مفاهيم أساسية حول الاستراتيجية:

1-1 تعريف الاستراتيجية، أهميتها، وأهدافها:

1-1-1 تعريف الاستراتيجية:

أضحت الاستراتيجية من أكثر المواضيع انتشاراً في المجال الأكاديمي في الوقت الحاضر، فقد اجتذبت اهتمام عدد من كتاب المنظمة وباحثيها لأهميتها الرئيسية في رسم مساراتها المستقبلية، حيث توصل كتاب وباحثوا المنظمة إلى عدد من المفاهيم تحدد معالم الاستراتيجية، فكلية استراتيجية (strategy) ترجع إلى أصل يوناني (strategica) وتعني بالخطط الحيوية المستخدمة في كل نشاط وكان في ذلك الوقت الحرب، وفي الوقت الحالي اتجه مفهوم الاستراتيجية لدى منظمات الأعمال إلى أنها عملية تحديد رسالة أو غاية المؤسسة وأهدافها واتخاذ القرارات الفعالة، وتتضمن عملية إدارة الاستراتيجية تحليل البيئة الخارجية لتحديد الفرص والتهديدات تحليل البيئة الداخلية أي موارد المؤسسة المادية والبشرية لتحديد نقاط القوة والضعف، وعلى ضوء ذلك يجري تصميم استراتيجيات وظائف المنظمة من تسويق وإنتاج، وموارد بشرية ومالية، وبحث وتطوير، ثم تنفيذ هذه الاستراتيجيات أو الخطط وتقييم النتائج¹، ومن بين التعاريف التي أعطيت لها مايلي:

- الاستراتيجية هي: "قيام المؤسسة بوضع أهداف طويلة الأجل متناسقة ومنسجمة فيما بينها، مع تحديد الأولويات ثم تحديد الطرق التي تسمح ببلوغ تلك الأهداف، والتي تتمثل في مجموعة من الإجراءات المتخذة على مستوى الجهات المسؤولة عن تنفيذ الإستراتيجية، أي الوحدات الإنتاجية".²

- الإستراتيجية هي عبارة عن: "مخطط استخدام وتوزيع الموارد المتاحة بهدف تغيير التوازن التنافسي، وتنشيطه لصالح المؤسسة محل الاعتبار".³

- كما عرفها هنري منتزبرج بأنها: "نمط أو نموذج معين يعبر عن تدفق القرارات أو التصرفات، سواء كان ناتجاً عن إستراتيجيات مقصودة يتم تحقيقها في الواقع الفعلي أو الإستراتيجيات غير المقصودة".⁴

¹ Chantal Bussenault, Martine Pretet, **Organisation et gestion de l'entreprise (Structures décision, Stratégie)**, Tome2, Vuibert, Paris, France, 1999, P 153.

² محمد قاسم القريوتي، نظرية المنظمة والتنظيم، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 162.

³ Hamadouche Ahmed, **Méthodes et outils d'analyse stratégique**, Edition Chihab, Alger, 1997, PP 25-26.

⁴ Chantal Bussenault, Martine Pretet, **Op. Cit**, P 3.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

بناء على ما تقدم فالاستراتيجية تعبر على الإطار العام للتفكير والتصرف الذي تتخذه الإدارة العليا، وتستمدّها بناءً على الأهداف العليا للمؤسسة والتوجهات والرؤى التي تنتهجها، لتصبح وسيلة لتحقيق تلك الأهداف وموجهاً للقرارات المصيرية المستقبلية التي تتخذها تلك الإدارة في استغلال مواردها نحو التطوير المستمر ودعم موقفها التنافسي من خلال إحداث الموائمة والتكيف مع البيئة الخارجية وصولاً إلى أداء رسالتها.

1-2- أهمية الاستراتيجية:

تكمن أهمية الاستراتيجية في¹:

- تحقيق أفضل إنجاز ممكن وذلك خلال معرفة اتجاهات وأهداف المنظمة لفترات زمنية طويلة.
- تعطي الخطة الاستراتيجية أهدافاً وتوجيهات واضحة للمستقبل.
- التعرف على العوامل الداخلية والخارجية المؤدية إلى إحداث تغييرات مهمة في المنظمة كإدخال منتجات جديدة أو التوسع في الأسواق أو البحث عن أسواق جديدة.
- تنظيم تدخل القرارات المالية والتسويقية المهمة المتعلقة باتجاهات المنظمة.
- تمكن الخطة الاستراتيجية متخذي القرار من تحقيق الاتصال الكفاء والتنسيق والتكامل والتفاعل مع كافة الفعاليات للمنظمة.
- ترتبط الاستراتيجية بجميع الأنشطة والأعمال من خلال إنجاز الأهداف الأساسية وخلق قيمة مضافة والوصول إلى أهداف تسعى المؤسسة إلى تحقيقها،
- الإستراتيجية تغطي جميع نشاطات المؤسسة،
- الإستراتيجية اتصال مباشر بمجمل التغيرات وما تضمنه علاقة المؤسسة ببيئتها،
- الإستراتيجية هي الأساس الجوهري لتطوير الميزة التنافسية المتاحة،
- الإستراتيجية تعمل على تطوير القيمة المضافة بشكل يفوق ما تحققه المبيعات الربحية، القيمة السوقية، العوائد لكل سهم، أو المؤشرات الأخرى،
- تضمن الإستراتيجية الاستخدام السليم والفاعل للموارد المختلفة.
- تضمن الإستراتيجية تحقيق التناغم والتنسيق والتكامل التام بين النشاطات والفعاليات المختلفة التي تؤدي داخل المؤسسة،

¹ الكرخي مجيد، التخطيط الاستراتيجي عرض نظري وتطبيقي، دار المناهج، الأردن، 2009، ص ص 46-47، بتصرف.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

- تضمن الإستراتيجية توفير الإطار الذي من خلاله يمكن للمؤسسة الحصول على ما تحتاج إليه سواء كانت معلومات، بيانات، مواد، وموارد مختلفة،
- تضمن الإستراتيجية تحسين الأعمال وارتفاع نسبة الأداء.

1-3- أهداف الاستراتيجية:

تتمثل أهداف الإستراتيجية في النقاط التالية¹:

- مواكبة تغيرات المحيط: حيث يتعين على المؤسسة التفكير في توجيه نشاطها، أهدافها و تخصيص مواردها بالنظر إلى فرص المحيط وتهديداته، سواء كان المحيط الإقتصادي أو التكنولوجي أو الإجتماعي أو السياسي، وفي مواجهتها لهذا المحيط المتقلب عادة، يجب على المؤسسة تكيف قراراتها، فعلى الاستراتيجية قيادة المؤسسة في بيئتها بالبحث عن أحسن توجه أو مسار لها بالنظر إلى نقاط قوتها وضعفها.

- البحث عن التنافسية: التنافسية في النظرية الكلاسيكية للأسعار تعبر عن القدرة على بيع ما تنتجه المؤسسة لأجل طويل مع تحقيق الربح. فعلى الخيارات الإستراتيجية تمكين المؤسسة من التوصل إلى أفضل تسيير لمواردها ومهاراتها، بغرض عرض سلع وخدمات بسعر منافس، مع إمكانية تحقيق ربح. لكن إهتمام العميل في وقتنا الحاضر، يتعدى السعر إلى الجودة والخدمات المرافقة للمنتج، فتوجهت بعض المؤسسات إلى إختيار إستراتيجيات تدمج هذه العوامل الجديدة: الجودة، مرونة المنتج، التكنولوجيا، ... بالنظر إلى المزدوجة (التكاليف، غير التكاليف)، تصبح التنافسية هي القدرة على الإستجابة لحاجات العملاء مع تحقيق ربح.

- النمو: على الخيارات الإستراتيجية تحقيق الفوز على المنافسين وزيادة قيمة المؤسسة من وجهة نظر العملاء، المساهمين و المجتمع لتمكين المؤسسة من تأمين إستمرارها، بل حتى توسعها و نموها، في كل الإتجاهات، بالمنتجات و / أو بالأسواق سواء كانت محلية أو دولية.

¹ بوزيدي دارين، مساهمة لإعداد إستراتيجية لمؤسسة في قطاع البناء، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة باتنة، الجزائر، 2005، ص17.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

2- مبادئ الاستراتيجية وأبعادها:

2-1- المبادئ الأساسية للاستراتيجية:

من الصعوبة بمكان أن توضع مبادئ جامدة ولا تتغير لتشكل محتوى عام لبناء إستراتيجية المؤسسة، ومع ذلك حاول بعض الباحثين ومنهم (Hart liddel) أن يضع مبادئ أساسية للاسترشاد بها في صياغة الإستراتيجية وهي¹:

- من الضروري أن تتكيف الغايات مع الوسائل المتاحة والمستخدم في بلوغ هذه الغايات؛
- إن تكيف الخطط الموضوعة مع الحالات المستخدمة والتي لم يتم استيعابها في عملية التنبؤ لا يعني فقدان الاتجاه الإستراتيجي المرسوم؛
- عدم إهمال اتجاهات العمل التي تبدو أقل احتمالية في الحدوث دون وضع تطورات واقعية للعمل في حالة حدوثها، مما يجنب المؤسسة المفاجآت غير المريحة والمربكة؛
- من الضروري استثمار اتجاهات العمل التي تكون فيها المقاومة قليلة وضئيلة خاصة إذا كانت هذه الاتجاهات توصل المؤسسة إلى أهدافها والموقع الذي تريد تحقيقه؛
- يبدو مهما أخذ اتجاهات العمل التكتيكية والتي تؤدي إلى مزيد من البدائل المحققة لعدد كبير من الأهداف الموضوعة؛

- التأكد من الخطط غير المستهدفة تكون مرنة؛

- من الضروري عدم وضع جميع موارد المؤسسة الحماية موقع فريد لها؛
- عدم إعادة الكرة، والهجوم على الموقع السابق بالطريقة نفسها باستخدام الأساليب والوسائل نفسها، ومن الضروري تجديد الأساليب وتعزيز الموارد.

2-2- أبعاد الاستراتيجية:

- لقد ساهم العديد من الباحثين في تحديد أبعاد الإستراتيجية لغرض توضيح مضامينها، ومن ثم تقديم مفهوم يتلاءم مع المؤسسة والبيئة التي تعمل معها، وعليه يحدد (Tilles) الأبعاد التالية²:
- الانسجام والتوافق مع متطلبات البيئة؛

¹ طاهر محسن منصور الغالبي، وائل محمد صبحي إدريس، الإدارة الاستراتيجية: منظور منهجي متكامل، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص41.

² المرجع نفسه، ص39.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

- الموائمة وفق الموارد والإمكانات المتاحة للمنظمة؛
 - درجة القبول بالمخاطر؛
 - توافق الإستراتيجية مع الأفق الزمني المختار.
- في حين يرى الباحث (Potrer) أن أبعاد الإستراتيجية تتضمن:¹
- مجموعة مختلفة من الأنشطة التي تتباين عن أنشطة المنافسين؛
 - تحديد المركز التنافسي للمؤسسة؛
 - المفاضلة والاختيار بين البدائل وطرق وأسس التنافس؛
 - تحديد واختيار ما لم يقدمه الآخرون؛
 - الموائمة بين الأنشطة؛
 - أهمية الفاعلية التشغيلية للمؤسسة.
- ويمكن تبيان أبعاد الاستراتيجية بصور شمولية من خلال تبيان أن هذه الأبعاد تغطي مختلف مكونات الاستراتيجية كمايلي:²
- المجال: بمعنى الأنشطة والموارد والتكنولوجيا واختيار الأسواق والبيئات التي تعمل فيها المنظمة.
 - العمليات: وتعني تحديد درجة المركزية واللامركزية، وإنشاء الهيكل والإجراءات وديناميكية العمل.
 - الطرق: المتضمنة أساليب التحليل الاستنباطي والاستقرائي والتفكير النظامي والمنهجي.
 - المسؤولية عن وضع الإستراتيجية: وهذه تحدد الجهات المسؤولة، وفيما إذا كانت جهات متخصصة أو الإدارة العليا، أو جميع العاملين في المؤسسة.
 - المدى الزمني: والذي يوضح المدى الذي تغطيه الإستراتيجية.
 - الفلسفة الفكرية: بمعنى هل توجد خطة ذات محتوى شمولي، أم تقارير متنوعة وهل تجرى ضمن إطار فكري لدى المديرين أم في ضوء نموذج محدد.
 - المحتوى: قد يقع في إطار إستراتيجية التنويع أو تركيز على حقل نشاط أو نمو بطرق محددة ومختارة.
 - التنفيذ: هل تنفذ الإستراتيجية والخيارات الواردة فيها من خلال الاستحواذ أو التطوير الداخلي أو معاً.

¹ طاهر محسن منصور الغالي، وائل محمد صبحي إدريس، مرجع سبق ذكره، ص40.

² المرجع نفسه، ص41.

3- مراحل صياغة الاستراتيجية ومستوياتها:

تمر الاستراتيجية بمراحل مترابطة فيما بينها كما أن لها مستويات تشمل جميع جوانب المؤسسة حتى تستطيع أن تحقق الهدف المطلوب منها.

3-1- مراحل الاستراتيجية:

يعبر الطرح الاستراتيجي عن مسار الذي يتم من خلاله تكيف المؤسسة مع محيطها واغتنام الفرص التي يمنحها هذا المحيط وتفاذي أخطاره وتهديداته، وينقسم هذا المسار إلى:

3-1-1- التحليل والرصد البيئي: يتضمن تحليل البيئة الداخلية والخارجية كمايلي¹:

- تحليل البيئة الخارجية: وتنقسم إلى البيئة الخارجية العامة وتتمثل في تلك القوى الخارجية التي تنشأ وتتغير خارج المؤسسة كالعوامل الاقتصادية، الاجتماعية، وإلى البيئة الخارجية الخاصة وتشمل العملاء، الموردون، المنافسون وغيرها.

- تحليل البيئة الداخلية: تتكون البيئة الداخلية من المتغيرات التي تقع داخل المؤسسة ذاتها بهدف تقييم الموقف الحالي للمؤسسة، كتحخيص وظيفة التسويق، الموارد البشرية، البحث والتطوير.

3-1-2- صياغة الاستراتيجية، يقصد بها وضع خطط طويلة الأمد لتمكين الإدارة العليا من إدارة الفرص والتهديدات ونقاط القوة والضعف بأسلوب فعال وتتضمن²:

- تحديد رسالة المؤسسة، يجب أن يكون لكل مؤسسة فلسفة وفكر خاص بها يميزها عن غيرها، ويحدد الغرض من وجودها وذلك بجنبها الوقوع في إشكالية التوجه باتجاهات متعددة في لحظة واحدة.

- تحديد الأهداف، تظهر الحاجة إلى وجود الأهداف في جميع المؤسسات، ويقصد بها النتائج النهائية المرغوبة من ممارسة الأنشطة أو تنفيذ الاستراتيجيات المعتمدة.

- وضع الاستراتيجيات وتطويرها: الاستراتيجية الخاصة بالمؤسسة في خطة رئيسية شاملة تحدد كيف ستتنجز المؤسسة رسالتها وأهدافها.

¹ مؤيد سعيد السالم، أساسيات الإدارة الاستراتيجية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص30.

² مصطفى محمود أبوبكر، فهد بن عبد الله النعيم، الإدارة الاستراتيجية وجودة التفكير والقرارات في المؤسسات المعاصرة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2008، ص54.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

- وضع السياسات: لابد من وضع السياسات من قبل الإدارة العليا لكي تصف من خلالها القواعد الأساسية للعمل وتتبع السياسات من الاستراتيجية المختارة، حيث يسترشد بها العاملون في اتخاذ القرارات الجوهرية في مختلف أجزاء المؤسسة.

3-1-3- تطبيق الاستراتيجية: تتمثل في وضع الاستراتيجيات والسياسات موضع التنفيذ، تنفذ من قبل المديرين في مستويات الإدارة الوسطى والدنيا، ولكنها تراجع من قبل الإدارة العليا.

3-1-4- التقييم والرقابة: تسمح هذه المرحلة بمعرفة مدى تناسب الاستراتيجيات المطبقة مع التغييرات الحاصلة في المحيط الخارجي والداخلي للمؤسسة حيث تخضع كل الاستراتيجيات للتقييم باستخدام المعلومات المتوفرة عن الأداء في كافة المستويات.

عند القيام بهذه المراحل السابقة لا يمكن البدء في مرحلة إلا بعد الانتهاء من المرحلة السابقة لها كما أن جودة كل مرحلة تتوقف على جودة المرحلة السابقة لها في متداخلة ومتكاملة، فالتغير الذي يحدث في أي منها يؤثر في الأخرى.

3-2- مستويات الاستراتيجية:

لا يستطيع أي شخص القول بأن الاستراتيجية توضع فقط على مستوى الإدارة العليا، فكل المديرين في جميع المستويات الإدارية يشاركون في وضع الاستراتيجية، ويمكن وضع ثلاث مستويات للاستراتيجية، وهذه المستويات تختلف حسب حجم المؤسسة وحسب طبيعة نشاطها وتتمثل هذه المستويات فيما يلي: ¹

3-2-1- الإستراتيجية على المستوى العام للمؤسسة: ويوضع في هذا المستوى الاستراتيجيات الكلية التي تتعلق بالمنظمة ككل، وتحدد اتجاهاتها في التعامل مع البيئة الخارجية، وتقوم طبقة الإدارة العليا بإتاحة الفرصة لرؤساء الوحدات الاستراتيجية ورؤساء الأنشطة الرئيسية بالمشاركة في وضع التصور الاستراتيجي للمنظمة ككل، والمسؤولية الأساسية لهذا المستوى التفكير في استخدام نقاط القوة والضعف للمنظمة ككل في اتخاذ قرارات استراتيجية عامة مثل: الاندماج والمشروعات المشتركة وتغيير نوع النشاط الرئيسي للمنظمة، أو الدخول في نشاط جديد تماما أو الانكماش وتصفية أحد الأنشطة أو تصفية المنظمة ككل، وتتميز الاستراتيجيات على هذا المستوى بأنها استراتيجيات طويلة الأجل؛ يستغرق تنفيذها وقتا طويلا حتى تظهر نتائجها.

¹ محمد أحمد عوض، الإدارة الاستراتيجية: الأصول والأسس العلمية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2004، ص ص 18-21.

3-2-2- الاستراتيجية على مستوى وحدات الأعمال: يشير مفهوم وحدة الأعمال إلى قطاع أعمال ويشترط في ذلك أن تقوم هذه الوحدة بإنتاج وتسويق مجموعة محددة من المنتجات المترابطة فيما بينها وخدمة مجموعة معينة من العملاء والتعامل مع نوعية معينة من المنافسين في ذات النشاط. ويشترك في وضع هذه الإستراتيجية رؤساء هذه الوحدات ورؤساء الأنشطة الرئيسية فيها، ويشترط تناسق هذه الإستراتيجيات مع الإستراتيجية الكلية للمؤسسة، والقرارات الإستراتيجية على هذا المستوى تتمثل في تحديد تشكيلة المنتجات والخدمات للمنظمة ونواحي التطوير الذي يمكن إدخاله على المنتجات والخدمات، فتح منافذ توزيع جديدة، بدء حملة إعلانية أو التركيز على خدمة طبقة معينة من العملاء.

3-2-3- الاستراتيجية على المستوى الوظيفي: ويتعلق هذا المستوى بالوظائف الرئيسية في المنظمة مثل وظائف الإنتاج والتسويق والتمويل، ويشترك رؤساء الأنشطة الرئيسية مع المستوى التالي في وضع تصور لهذه الاستراتيجيات، وتتميز الاستراتيجيات في هذا المستوى بأنها ذات طابع تشغيلي وتنفيذي قصير الأجل لا يستمر تأثيرها لفترة طويلة، ومن أمثلة ذلك: القرارات الاستراتيجية لاختيار الموردين، والمناطق الجغرافية التي سيتم التركيز عليها، وطرق البيع والإعلان والعلاقات العامة والتسعير والتخزين والتعيين والتحفيز والرقابة وتوزيع الاستهلاك.... وتعتمد الاستراتيجيات الكلية، والأعمال، والوظيفية) على بعضها البعض، وهي غير مستقلة عن بعضها البعض.

II. التأصيل النظري للاستراتيجية المالية:

1- السياسة المالية للمؤسسة وخيارات تمويل النمو:

سيتم التعرف على السياسة المالية والأهداف التي تحققها للمؤسسة، من خلال التعريف بها وإبراز متغيراتها وأولوياتها.

1-1- مفهوم السياسة المالية للمؤسسة وأهدافها:

- تعرف السياسة المالية على أنها مجمل القرارات المتخذة من طرف الإدارة والتي تبنى في شكل هيكل مالي تتبناه المؤسسة لتحقيق أهدافها الأساسية والمتمثلة: الربحية، التوسع وتقليل المخاطر.¹

- كما تعرف أيضا على أنها تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الإستراتيجية، وذلك ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية والإمكانات المالية المتوفرة للمؤسسة، ولا يتحقق ذلك إلا بواسطة قرارات مالية تدرج ضمن أولويات السياسة المالية تهدف إلى إيجاد التوليفة المثلى من القرارات المختارة والمحددة في إطار السياسة العامة.²

إجمالاً السياسة المالية للمؤسسة عبارة عن خطة أو إستراتيجية تظهر من خلال مختلف القرارات المتعلقة بمصادر التمويل وكيفية تخصيصها وتوجيهها.

أما أهداف السياسة المالية للمؤسسة يمكن تلخيصها في العناصر التالية³:

- ضمان المستوى الأمثل من السيولة المالية، وبالتالي الرفع من قدرة المؤسسة على مواجهة الاستحقاقات المالية وتقادي مخاطر عدم السداد؛

- تحقيق مردودية عالية عن طريق تنمية تكاليف الاستدانة والأموال الخاصة؛

- تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال؛

- تمويل النمو في الاحتياجات على المدى المتوسط والطويل، ولا يتحقق هذا إلا من خلال تحقيق نتائج عالية وتحكم جيد في التوازن المالي على مستوى الميزانية.

¹ مبارك لسوس، التسيير المالي-تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة-، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2012، ص262.

² إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، التسيير المالي-الإدارة المالية-دروس وتطبيقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص254.

³ المرجع نفسه، ص254.

1-2- أولويات السياسة المالية للمؤسسة:

إن متغيرات السياسة المالية للمؤسسة هي تلك العناصر الأساسية الواجب أخذها في الحسبان عند اتخاذ أي قرار يمس الحياة المالية للمؤسسة، إلا أن هذه المتغيرات الأساسية مرتبطة بمجموعة من القيود والتحديات:¹

- عدم إمكانية اللجوء المطلق إلى الاستدانة بسبب ارتفاع المخاطر المالية من جهة ومنطق الهيكل المالي الذي يأخذ في الحسبان تحقيق الاستقلالية المالية وتدنية تكاليف الاستدانة؛
- تمويل النمو في النشاط يؤدي إلى تزايد اللجوء إلى الاستدانة، وهذا يؤدي إلى خطر تركيبة رأس المال؛
- اللجوء إلى استدانة يمكن أن يخضع إلى قيد تحسين المردودية بواسطة أثر الرافعة المالية؛
- قيام المؤسسة بتوزيع أرباح الأسهم لمكافئة المساهمين، يسهم في تعزيز الأموال الخاصة وعندها تتحسن قدرة المؤسسة على اللجوء إلى الاستدانة والرفع في رأس المال.

بعد تحديد متغيرات السياسة المالية والمتمثلة في المردودية والنمو من جهة والاستقلالية من جهة ثانية يبقى على المسؤول إيجاد البديل التمويلي المناسب وفق الترتيب المتفق عليه.

يتضح من خلال تحديد العناصر الأساسية المكونة للسياسة التمويلية أن هناك حدودا لا يمكن تجاوزها عند وضع الأولويات المالية، واتخاذ القرارات المالية، حيث تحدد السياسة العامة إطارا محددا للسياسة المالية، ويبنى على أساس ثلاث معايير أساسية: الربح Le profit، الأمان La sécurité، النمو Le développement، من خلال هذه المعايير تتحدد ستة سياسات تمثل أولويات السياسة العامة:²

-أولوية الربح : PSD أو PDS؛

- أولوية الأمان: SPD أو SDP؛

-أولوية النمو: DSP أو DPS.

وترتبط هذه المعايير العامة بالمتغيرات الأساسية للسياسة المالية: المردودية، الاستقلالية المالية، النمو، وينتج عن دمج معايير السياسة العامة بمتغيرات السياسة المالية البدائل المتاحة للسياسة المالية المرتبة كالتالي:

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص255.

² تمجددين نور الدين، أهمية مقارنة التدفقات كأساس في صناعة القرارات التمويلية والاستثمارية، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2009، ص09.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

1-2-1- سياسة المردودية -الاستقلالية المالية -النمو: غالبا ما تطبق هذه السياسة على المدى القصير، حيث تركز مجهودات المؤسسة نحو تحقيق أرباح في الأجل القصير، والبحث عن أعلى مستويات مردودية الأموال الخاصة، والتخلي عن خيار النمو. اللجوء إلى الاستدانة عند تبني هذه السياسة، يعتبر كوسيلة للحد من المخاطر، بالاعتماد على تقنية أثر الاستدانة، من أجل تحسين مردودية الأموال الخاصة مع أدنى مستويات الاستدانة، وأعلى درجات الاستقلالية المالية. أما سياسة الاستثمار فلا تتوجه نحو تدعيم وتوسيع استثمارات الاستغلال، حيث تتنازل عن بعض الاستثمارات التي ليس لها ارتباط مباشر بالاستغلال، وتبحث في الوقت نفسه عن استثمارات ذات مردودية موجبة وسريعة.

1-2-2- المردودية -النمو -الاستقلالية المالية: تعتبر هذه السياسة أكثر انسجاما في أهدافها، إذ تسعى المؤسسة إلى تحقيق مردودية عالية، وهذا يساهم بشكل مباشر في تحقيق معدلات نمو مرتفعة، والذي يشكل الخيار الثاني في هذه السياسة. وتواجه المؤسسة عدة صعوبات ومخاطر تقنية وتجارية ومالية، تؤدي بها إلى الرفع من مستوى الاستدانة، وهذا له تأثير سلبي على الاستقلالية المالية، حيث تعتمد المؤسسة بشكل كبير على القروض البنكية لتغطية احتياجاتها المالية، والبحث عن الموردين الذين يمنحون آجال مالية طويلة لتسديد مستحقات التمويل؛ وهذا يساهم في تحسين وضعية الخزينة، وتوفير السيولة المالية الضرورية لتمويل النمو¹.

1-2-3- سياسة الاستقلالية المالية -المردودية -النمو: المؤسسة تبحث عن الأمان وبالتالي الاستقلالية المالية، ولكن مع محافظتها على المستوى الجيد للمردودية لضمان توزيع الأرباح على المساهمين والحفاظ على التسعيرة السوقية للأسهم. ومن نقائص هذه السياسة أنها تقوت على المؤسسة عدة فرص سواء تلك المتعلقة بالنمو أو تلك التي تهدف إلى تحسين الوضعية التنافسية في السوق، وضياح هذه الفرص في محيط غير مستقر أو عاصف قد يؤدي إلى خروج المؤسسة من السوق أو الوقوع في الإفلاس، بالمقابل يمكن تبني هذه السياسة في حالة اعتماد إستراتيجية للانسحاب من نشاط معين أو عندما تنشط المؤسسة في سوق متشعبة بالمنتجات الحالية².

¹ إلياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة-حالة المؤسسة الوطنية للتقريب،-ENAFOR-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2003، ص33.

² إلياس بن ساسي، يوسف فريشي، مرجع سبق ذكره، ص 257.

1-2-4- سياسة الاستقلالية المالية -النمو -المردودية: تعطى الأولوية للاستقلالية المالية للمؤسسة دون إهمال مستقبل المؤسسة وذلك بعدم المخاطرة والاعتماد على التمويل الذاتي لتحقيق النمو. وبالتالي يعتبر النمو الخيار الثاني، وتواجه المؤسسة عدة صعوبات مالية، بسبب محدودية اللجوء إلى الاستدانة لذلك تعتمد المؤسسة على التمويل الذاتي؛ وهذا صعب التحقيق على المدى القصير، بسبب التخلي عن هدف الربح، وبالتالي تدني مستوى المردودية، لذلك تقدم المؤسسة على التنازل عن بعض أصولها، للتقليل من المخاطر المالية. أما على مستوى حافظة النشاطات، تتجه السياسة المالية نحو تمويل المنتجات الجديدة، من الفوائض التي تحققها النشاطات التي تحتل وضعية " البقرة الحلوب"، وفي الوقت نفسه تتخلى عن منتجات المأزق¹.

1-2-5- سياسة النمو -المردودية -الاستقلالية المالية: أولوية النمو تفرض على المؤسسة، عدة تحديات مرتبطة بمصادر التمويل، حيث تلجأ المؤسسة بشكل واسع إلى الاستدانة، مع أفضلية تحسين المردودية، بالمقابل تتخلى المؤسسة عن هدف الاستقلالية المالية، من أجل توسيع وتنويع تشكيلة وسائل التمويل، لتلبية الاحتياجات المالية للنمو، وتنويع الأخطار المالية على مجموعة من الوسطاء الماليين؛ ترتيب الأولويات في هذه السياسة، يساهم بشكل كبير في تدعيم إستراتيجية النمو، وخصوصا من الجوانب التمويلية، إذ لا تفرض قيود كبيرة على وسائل التمويل، وبالتالي تهدف إلى تدعيم التمويل الذاتي، بالتركيز على هدف المردودية، وتهمل عنصر الاستقلالية المالية، وهذا يوسع من هامش المناورة التمويلية، في حالة عدم كفاية التمويل الذاتي، فتلجأ المؤسسة إلى الاستدانة بقيد واحد يتمثل في تحسين المردودية المالية، باستخدام أثر الرافعة المالية.

1-2-6- سياسة النمو -الاستقلالية المالية -المردودية: اتباع سياسة النمو في هذه الحالة، مؤمن ضد المخاطر عن طريق تفضيل أولوية الاستقلالية المالية على المردودية، لكن مع ضياع فرص تمويلية كبيرة، أهمها التمويل الذاتي، بسبب تدني مستوى المردودية والتقليل من مستويات الاستدانة، من أجل تحقيق هدف الاستقلالية المالية. وهذا يجعل المؤسسة تتجه نحو اعتماد مكافأة رأس المال حيث تهدف إلى

¹ هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011، ص102.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

تدنية توزيع أرباح الأسهم، كوسيلة تمويل داخلي للنمو، وذلك رغم ما تحمله هذه السياسة من مخاطر اتجاه المساهمين، وآليات التعامل في سوق المال، وخصوصا العرض العام للأسهم¹.

1-3-3- السياسة المالية للمؤسسة والموارد المالية:

يعتبر التمويل أحيانا من المشاكل التي تواجه المؤسسة طيلة حياتها، لذلك تجد المؤسسة نفسها مجبرة على إيجاد التوليفة المثلى لتمويل احتياجاتها ضمن القيود المفروضة. وتشمل مصادر التمويل مايلي:

1-3-3-1- سياسة التمويل الذاتي: تشمل مصادر التمويل الذاتية جميع عناصر حقوق الملكية للوحدة الاقتصادية، والتي ينظر إليها على أنها زيادة في الأصول عن الالتزامات بين تاريخين مختلفين خلال الفترة المحاسبية الواحدة. أو أنها صافي الأصول المتبقية للوحدة المحاسبية بعد استبعاد التزاماتها².

1-3-3-2- سياسة رفع رأس المال: فتح رأس المال للمساهمة، يمثل مصدر تمويل خارجي تلجأ إليه المؤسسة، عند استحالة تغطية الاحتياجات المالية عن طريق الموارد الداخلية كالتمول الذاتي؛ وهو عملية مالية تؤدي إلى زيادة مستوى رأس المال، بواسطة الشراكة الخارجية. ويختلف حجم الشراكة الخارجية، باختلاف الشكل القانوني للمؤسسة، وتتخذ سياسة الرفع في الأموال الخاصة، عدة أساليب تتنوع حسب شكل وأسلوب المساهمة في رأس مال المؤسسة. وتتحدد مجموعة من الأهداف، تؤخذ بعين الاعتبار:

- اختيار فئة المساهمين الممكنين؛

- وضع كفاءات لتحفيز وجذب المساهمين؛

- تقدير النتائج المحتملة للشراكة على المؤسسة؛

- التوفيق بين إيجابيات وسلبيات مختلف طرق رفع رأس المال³.

1-3-3-3- سياسة الاستدانة: الاستدانة من الموارد المالية الضرورية، حيث تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة الخارجية بالرغم من ارتفاع مستوى القدرة على التمويل الداخلي، ويتوقف حجم الاستدانة تبعا لمعدل نمو النشاط تحت قيد تكلفة الاقتراض وهدف الاستقلالية المالية⁴.

¹ إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص 34.

² وليد ناجي الحياي، التحليل المالي، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، الدنمارك، 2007، ص 103.

³ إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص 42.

⁴ المرجع نفسه، ص 45.

2- أسس الاستراتيجية المالية للمؤسسة:

2-1- مفهوم الاستراتيجية المالية وأهميتها:

تعرف الاستراتيجية المالية على أنها مجموعة من التوجهات المتناسقة التي تحدد في الجانب المالي العلاقات المرغوب فيها للمؤسسة مع محيطها مع ضبط الوسائل المالية التي تسمح بتجسيد ذلك. وتتضمن الاستراتيجية المالية بصفة عامة جميع المؤسسات بأنواعها وأشكالها، أهدافا وغايات وتوجهات تتعلق بالجانب المالي، التي تريد المؤسسة تحقيقها على المدى المتوسط والطويل، هذه الأهداف لا يمكن بأي حال أن تتعارض مع الأهداف العامة المتضمنة في الاستراتيجية الشاملة، بل يجب أن تكون متناسقة ومتناغمة معها. وبهذا فإن الاستراتيجية المالية تحاول تعظيم القيمة المالية للمؤسسة وتحقيق التوازن بين الأصول والخصوم، أو الالتزامات مع المحافظة على التدفق النقدي أو السيولة الكافية للمؤسسة، كما تهدف الاستراتيجية المالية إلى تعظيم القيمة المالية للعمل من خلال الاهتمام بكل من مصادر التمويل والمدة الزمنية اللازمة، وتوزيع الأرباح، والأسهم وأنواعها.¹

الاستراتيجية المالية هي استراتيجية وظيفية وهي ما يجعلها تخضع للاستراتيجية العامة للمؤسسة وهي تشمل كل من استراتيجية الاستثمار، استراتيجية التمويل واستراتيجية توزيع الأرباح، تتمثل استراتيجية الاستثمار في اختيار محفظة الفرص الاستثمارية المثلى والتي تعظم التدفقات النقدية الصافية المتوقعة في ظل أدنى مستوى من المخاطر، أما فيما يخص استراتيجية التمويل فتحدد من خلالها مصادر التمويل المحتملة اللازمة لدعم الاستثمار ولتقييم العوائد حسب المخاطر المتوقعة من قبل كل استثمار ومن ثم اختيار المزيج الأمثل الذي من شأنه أن يخفض التكلفة الاجمالية لرأس المال، أما فيما يخص استراتيجية توزيع الأرباح فهي توضح الآليات الممكنة لتوزيع الأرباح أو عدم توزيعها بما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لأسهم المؤسسة ومن ثم قيمتها السوقية.²

¹ عادل خالدي، الإبداع المحاسبي وتأثره بالإستراتيجية المالية للمؤسسة: دراسة عينة من المؤسسات الفرنسية المدرجة بمؤشر SBF 250 للفترة 2011-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، 2017، ص55.

² مولود مليكاوي، الاستراتيجية والتسيير المالي، الطبعة الأولى، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2018، ص32.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

لا يمكن للمؤسسة التصدي ومواجهة التغيرات الدائمة التي يشهدها المحيط الإقتصادي والمالي فيظل العولمة، بدون وضع إستراتيجية مالية محكمة من أجل التحكم في محيطها وتحقيق تنمية متكاملة ومنه يتم تلخيص دوافع وضع الإستراتيجية المالية كالتالي:¹

- الاستراتيجية المالية كوسيلة لمواجهة مستجدات المحيط: في ظل العولمة، اكتسب محيط الأعمال بعدة دوليا، حيث أصبح من الصعب التأقلم معه، بسبب العديد من المتغيرات الاقتصادية، المالية، الاجتماعية، ولمواجهة هذه الوضعية يجب على المؤسسة تبني استراتيجية مالية فعالة، تضمن بها التسيير الجيد لأموالها بما يكفل تدعيم المشاريع الاستثمارية.

- الاستراتيجية المالية كأداة للنمو: إن النمو ليس ظاهرة عشوائية، بل هو نتيجة لمجموعة من القرارات ذات الطبيعة الاستراتيجية، فكل مؤسسة منهجية معينة في اختيار الاستراتيجية الملائمة.

الاستراتيجية المالية كآلية لخلق القيمة المالية في المؤسسة: إن تحقيق العوائد النقدية يمثل جوهر خلق القيمة المنتظرة من تخصيص الموارد المالية، وتساهم النسب المالية في هذا الإطار بجعل الأنشطة الخالقة للقيمة ذات كفاءة وتمكن من الاستخدام الأمثل للموارد المالية ضمن منهج استراتيجي معين.

2-2- مضمون الاستراتيجية المالية:

إن مضمون الاستراتيجية المالية لكل مؤسسة يتمحور حول النقاط التالية:²

2-2-1- اختيار المزيج التمويلي المقبول والمناسب للمؤسسة: يتوجب على المؤسسة أن تختار الاستراتيجية المالية فيما يخص مصادر التمويل المتاحة والمتوفرة، فبعضها يعتمد على الأموال الذاتية لتلبية احتياجاتها المالية، وبعضها على الأموال المقترضة، وبعضها يختار أمرا وسطا بينهما، لذا يتوجب على المؤسسة اختيار مصدر التمويل الأكثر فاعلية، الذي يحقق أهداف المؤسسة بأقل تكلفة، والتركيز على مصادر التمويل المرنة، لذا نطلق على الاستراتيجية المالية عادة مصطلح السياسة المالية وأحيانا السياسة التمويلية لأنها تحدد وسائل التمويل والأهداف المتعلقة به.

¹ جواهر مناصرية، فعالية النظام المحاسبي المالي في الاستراتيجية المالية للمؤسسة: دراسة حالة شركة أطلس للمشروبات ABC- PEPSI مجمع صيدال - فرع بيوتيك وحدة الحراش ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2013، ص ص 78-79.

² عادل خالدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 59-60.

2-2-2- تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة: يوجد تأثير بالغ لتركيب الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية على عملية اختيار المؤسسة لمشاريعها الاستثمارية، فأموال الاستدانة مثلاً تحفز على خوض مشاريع تتميز بمخاطرة عالية، لا يمكن الخوض فيها عن طريق أموال الملكية، لذا فإن المؤسسة تقوم باختيار هيكل تمويلها الذي يتوافق بقدر الامكان مع مشاريعها الاستثمارية، أما الحالة التي تسبق فيها قرارات التمويل قرارات الاستثمار ينتج عنها ما يسمى بالخطر المعنوي نتيجة عدم التوافق بين تركيبة الهيكل التمويلي وقرارات الاستثمار، من هنا نقول أن تركيبة الهيكل المالي لها تأثير بالغ على القرارات الاستراتيجية للمؤسسة الاقتصادية.

2-2-3- تحديد أهداف التمويل: على الاستراتيجية المالية أن تتضمن بالإضافة إلى التعريف بمصادر التمويل المختارة والمخاطر التي ترتبط بها وقيمة وأجال تحصيل المبالغ المالية، التعريف بالاستخدامات والاستثمارات المراد إنجازها بهذه الأموال، وكذا المردود المتوقع من هذه الاستخدامات والاستثمارات. ويجب أن تتسم الاستراتيجية المالية بالوضوح فيما يتعلق بفرص الاستخدامات المراد تحقيقها.

2-2-4- محددات سياسة توزيع الأرباح: تعد سياسة توزيع الأرباح من بين القرارات المالية الاستراتيجية الهامة في المؤسسة وتخضع إلى عدة اعتبارات في تحديدها، من الضروري عدم تجاهلها ومراعاتها، كتكلفة الوكالة والضرائب، البعد المعلوماتي لهذه السياسة، مدى توفر السيولة الكافية لتغطية توزيع الأرباح، حيث تتمثل سياسات توزيع الأرباح في اتخاذ مجلس إدارة المؤسسة قراراً «بدفع أرباح أو الاحتفاظ بها وتدويرها لإعادة استثمارها بما يزيد من قيمة المؤسسة المستقبلية، ويمكن توزيع الأرباح إما نقداً أو بشكل أسهم مجانية، وما يتبقى يسمى بالأرباح المحتجزة، يجعل القرارات بشأن توزيع الأرباح من القرارات المالية التي لا تقل أهمية عن قراري الاستثمار والتمويل.

2-3- خطوات إعداد الاستراتيجية المالية:

إن وضع الاستراتيجية المالية يمر بالمراحل التالية¹:

2-3-1- التشخيص المالي: إن أول مرحلة يقوم بها واضع الاستراتيجية المالية هي التشخيص المالي، حيث يعرف التشخيص على أنه عملية جمع، معالجة وهيكلية للمعلومة قصد كشف التهديدات والفرص من المحيط ومقابلتها مع نقاط القوة ونقاط الضعف للمؤسسة. فالمؤسسة تقوم بنوعين من التشخيص:

¹ جواهر مناصرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 79-82.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

تشخيص مالي داخلي من خلال استخراجها لنقاط القوة ونقاط الضعف الداخلية، وتشخيص مالي خارجي من خلال تحليل الفرص والتهديدات الممكن مواجهتها في المحيط المالي.

2-3-2- الاختيار المالي: عن طريق إعادة المؤسسة إلى سوق موارد التمويل، إعادة النظر إزاء حالة المساهمين، المصرفيين، المنافسين، دراسة إمكانية القيام بعمليات تجميع، إنقاذ مؤسسات، اندماجات...، ويجب أن يكون إختيار الإستراتيجية المالية منسجما ومتوافقا مع الإستراتيجية العامة للمؤسسة في المستوى الأعلى.

2-3-3- التخطيط المالي: بعد القيام بالإختيار المالي يتم تجسيد هذه الخيارات في مخطط التمويل، حيث يتم تقدير مخططات التمويل، تطبيقها، وبعدها تعديلها على سب النتائج المحققة، ويشمل هذا المخطط مجموع الإحتياجات والموارد التقديرية، ويتوافق هذا المخطط مع الإستراتيجية المالية: أنواع الإحتياجات، يحدد أفضل طرق التمويل التي يمكن أن تطبقها المؤسسة.

2-3-4- التنفيذ والمراقبة: في الأخير يتم تنفيذ ما تم التخطيط له، ليتم بعده القيام بتحليل الإنحرافات بين التقديرات والإنجازات الفعلية بهدف الحكم على الأداء المؤسسة وإكتشاف الأخطاء وتحديد الأسباب التي كانت وراء حدوثها، ومن ثم القيام بالإجراءات التصحيحية اللازمة من أجل الحفاظ على الصحة المالية للمؤسسة وضمان بقائها وإستمرارها في المحيط الذي تنشط فيه.

2-4- القرارات المالية المتعلقة بالاستراتيجية المالية:

يعتبر قرار الاستثمار وقرار التمويل وتوزيع الأرباح من أهم وأصعب القرارات المالية الاستراتيجية التي تقوم عليها المؤسسة والتي تحافظ على بقائها ونموها، لكن القرارات المالية لا تنحصر ضمن هذه القرارات فقط بل تندرج ضمنها قرارات أخرى، والتي يتم ذكرها فيما يلي:¹

2-4-1- قرار الاستثمار: يعتبر قرار الاستثمار من أهم وأصعب القرارات التي يتخذها المدير المالي، وذلك لما له من تأثير على استمرارية ونمو المؤسسة، كما أنها تعتمد بكثرة على التنبؤات التي من الصعب التأكد. من نتائجها وفعاليتها، بالإضافة إلى أنه لا يمكن التراجع عن قرارات الاستثمار وذلك

¹ تسرين قوادر، أهمية البعد الأخلاقي في ترشيد القرارات المالية كآلية للحد من مخاطر التعثر المالي للمؤسسات الاقتصادية: دراسة استقصائية لعينة من شركات المساهمة الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي، برج بوعريش، الجزائر، 2022، ص ص 15-16.

لأنها طويلة المدى، وعليه يمكن تعريف قرار الاستثمار بأنه القرار الذي يقوم على صرف الاتفاق الفوري من أجل الاستفادة من ربح أو فائدة على عدة فترات متتالية.

2-4-2- قرار التمويل: يعتبر التمويل القلب النابض في المؤسسات، كما أنه النشاط الرئيسي الذي تركز عليه المشاريع الاستثمارية فبدونه لا يمكن تنفيذ هذه الاستثمارات، فقرار التمويل يتمثل في كيفية الحصول على الموارد المالية من مصادر داخلية وخارجية وتوزيعها على الاستخدامات المختلفة.

2-4-3- قرار توزيع الأرباح: قرار توزيع الأرباح لا يقل أهمية عن قرار الاستثمار وقرار التمويل وهو قرار توزيع أو احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها وتشغيلها في المؤسسة، كما أن قرار التوزيع يكون له أثر كبير على أسعار الأسهم، وذلك لأنه متعلق بتوزيع أرباح حملة الأسهم.

2-4-4- قرار استئجار الأصول: يمكن أن يؤدي استئجار المؤسسة للأصول بدلا من تملكها إلى زيادة احتمالات انخفاض التكلفة لديها وزيادة ثروة المساهم فيها، وتفسير ذلك هو أن المؤجر قد تتوافر لديه الخبرة والقوة الاقتصادية الكافية لتمكنه من شراء أو تصنيع الأصل عند سعر منخفض، فإذا لم تتوافر لدى المستأجر هذه القوة الاقتصادية، فإن المؤجر يستطيع الحصول على الأصل وينقل جزء من الوفورات التي يتمتع بها إلى المستأجر من خلال تخليص مقابل الإيجار الذي يدفعه الأخير، فبالإضافة إلى هذه الميزة يوفر الاستئجار العديد من الخصائص الأخرى كزيادته لسيولة المؤسسة؛ وإمكانية استبدال الأصل بأصل آخر أكثر تعدها وأكثر تطورا من الناحية التكنولوجية وغيرها من المميزات الأخرى.

2-4-5- قرار الإدماج والسيطرة على المؤسسات: يعتبر قرار الاندماج والسيطرة من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة من أجل التوسع والنمو، وذلك بعد وصولها لمرحلة الاستقرار، ونعني بعملية الاندماج الحالة التي يتم فيها الجمع بين مؤسستين بحيث تحتفظ إحدى المؤسستين بأهليتها القانونية وتدعى بالمؤسسة الدامجة، أما المؤسسة الأخرى فتدعى بالمؤسسة المدمجة فهي تختفي ونزول في المؤسسة الأولى، كما تتدرج جميع أصولها والتزاماتها في المؤسسة الدامجة. بالإضافة إلى أنه يجب التفريق بين عملية الاتحاد والاندماج، فعملية الاتحاد تكون بالجمع بين مؤسستين لإنشاء مؤسسة جديدة، حيث يكون للمؤسسة الجديد اسم وشخصية قانونية مختلفة تماما عن المؤسستين المتحدتين، فهما يزولان عن الوجود. أما عملية السيطرة فتكون بشراء إحدى المؤسسات عدد كافي من أسهم مؤسسة أخرى من أجل تحقيق هدف السيطرة على هذه المؤسسة من خلال إمكانية التحكم في إدارتها، وذلك بتشكيلها مجلس إدارة يقوم بتوجيه سياسة المؤسسة المسيطر عليها بما يتوافق مع سياسة المؤسسة المسيطرة، فعملية السيطرة لا

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

تعني زوال المؤسسة المسيطر عليها من الوجود كشخصية قانونية ولكن من المؤكد انعدام استقلال سياسة هذه المؤسسة.

2-4-6- إعادة الهيكلة المالية: يتخذ هذا القرار من أجل إعادة هيكلة الخصوم من خلال تقليص عدد الأسهم العادية القائمة والمتداولة في السوق بصورة كبيرة، وذلك بإعادة شراء المؤسسة لهذه الأسهم وزيادة كمية الديون المستخدمة في تمويل عملياتها، حيث يتم ذلك من خلال إصدار المؤسسة لمقدار كبير من الديون (السندات) واستخدامها في إعادة شراء أسهمها العادية.

III. التشخيص الاستراتيجي للوضع المالية للمؤسسة:

1- مفهوم التشخيص الاستراتيجي وأهميته:

التشخيص الاستراتيجي هو مجموعة من الأدوات لإنشاء قاعدة معلومات تتيح معرفة المتغيرات البيئة الداخلية والخارجية للمنظمة، وهو مرحلة هامة في عملية حل المشاكل والكشف عن اسبابها. والتشخيص الاستراتيجي يختلف عن التحليل الاستراتيجي حيث يعتبر مفهومين مرتبطين ارتباطاً وثيقاً ببعضهما البعض إذ لا يمكن القيام بالتحليل الاستراتيجي لوضعية ما دون تشخيصها ومن ناحية أخرى لا معنى لتشخيص استراتيجي لوضعية ما دون تحليلها، والتشخيص الاستراتيجي والتحليل الاستراتيجي كلاهما يستخدم ذات الأدوات إلا أن الفرق بينهما يكمن في الهدف منهما حيث أن التحليل يهدف إلى فهم المتغيرات الاستراتيجية للمنظمة والتعمق والتفقيب فيها لدراسة المتغيرات الاستراتيجية التي ينبغي القيام بها لتحقيق أهداف المنظمة. بينما هدف التشخيص الاستراتيجي هو فهم المتغيرات الاستراتيجية للمنظمة لغرض التغيير وتحسين الأداء الاستراتيجي. يقصد بالتشخيص الاستراتيجي جمع وتحليل وتقييم المعلومات حول الاتجاهات البيئية الخارجية لتحديد الفرص التي يمكن استغلالها والاستفادة منها أو التهديدات التي يمكن تجنبها أو التخفيف منها من قبل المؤسسة، والتعرف على عناصر البيئة الداخلية وتقييمها، لتحديد عناصر القوة والضعف في وظائف المؤسسة والقضايا المرتبطة بها بهدف تطوير عناصر القوة وإصلاح جوانب الضعف¹. ورغم أن النموذج العام لصياغة الإستراتيجية يبدو فيه الاهتمام بشكل متوازن بالبيئة الخارجية والوضع الداخلي للمؤسسة إلا أن هناك من يطرح ضرورة البدء بالتحليل البيئي الخارجي أولاً بعرض وتحديد الفرص المهمة في بيئة المنظمة، ثم إجراء التحليل الداخلي. في المقابل يوجد رأي معاكس ويرى ضرورة البدء في التحليل من الوضع الداخلي للعمل الصغير ثم تحليل البيئة الخارجية². فالتشخيص الداخلي يمثل أحد الركائز الرئيسية التي يتم الاعتماد عليها في تحديد واختيار البدائل الاستراتيجية المناسبة وهو يساهم في تقييم القدرات والإمكانات المادية والبشرية المتاحة للمؤسسة؛ التعرف على الوضع التنافسي النسبي للمؤسسة مقارنة مع المنظمات المنافسة؛ بيان وتحديد نقاط القوة وتعزيزها للاستفادة منها والبحث عن طرق تدعيمها مستقبلاً، بما يؤدي إلى زيادة قدراتها على استغلال الفرص أو مواجهة المخاطر؛ استكشاف نقاط الضعف أو مجالات القصور التنظيمية للتغلب

¹ محمد قاسم القريوتي، مرجع سبق ذكره، ص202.

² طاهر منصور محسن الغالبي، إدارة واستراتيجية منظمات الأعمال المتوسطة والصغيرة، دار وائل للنشر، الأردن، 2009، ص309.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

عليها أو الحد من آثارها السلبية؛ وتحقيق الترابط بين نقاط القوة والضعف، ناتج التحليل الداخلي، ومجالات الفرص والمخاطر، ناتج التحليل الخارجي، بما يساعد على زيادة فعالية الاستراتيجيات المختارة.¹ وبالنسبة للتشخيص الخارجي ينتج عن تحليل الوقائع لتحديد ماهية أي مشكلة وطبيعتها مع اعتبار التصرف لاستغلال فرصة أو الحد من أثر خطر معين. وهو يساعد المؤسسة على وضع الأهداف التشغيلية لمختلف الإدارات كما يساهم في تحديد نطاق السوق المرتقب، ومجال المعاملات المتاحة أمامها، وطرق التوزيع ومنافذه وأساليب وشروط الدفع، وتحديد الأسعار وخصائص المنتجات ومختلف القيود المفروضة على المؤسسة، بالإضافة إلى هذا فهو يؤدي إلى توضيح العلاقة التأثير والتأثر التي تربط هذه العناصر بالمؤسسة. كما أنه من المتوقع أن تكون المؤسسات التي تقوم بتحليل بيئتها الخارجية وتشخيصها بطريقة نظامية أكثر فعالية من تلك التي لا تقوم بذلك وتتطلب متابعة البيئة بصورة فعالة القيام أولاً بتحديد أنواع المعلومات اللازم جمعها ومصادر الحصول عليها، ثم استخدام بطريقة فعالة هذه المعلومات في التحليل البيئي وذلك من خلال التعرف على مختلف المتغيرات البيئية وكيفية تأثيرها على عمل المؤسسة.²

- تعتبر عملية التشخيص الاستراتيجي ذات أهمية بالغة للمؤسسة الاقتصادية ويتجلى ذلك في:³
- تحديد الفرص المتاحة أمام المؤسسة، فبالنظر إلى إمكانيات وخبرات وموارد هذه الأخيرة تتم المفاضلة بين الفرص التي يمكن استغلالها وأي الفرص التي يمكن استبعادها.
 - يساعد على تخصيص الموارد المتاحة وتحديد طرق استخدامها.
 - تحديد ما يسمى بالقدرة المميزة للمؤسسة، والتي تعرف على أنها القدرات والموارد التي تمتلكها المؤسسة والعمليات التنفيذية لمستخدمة في توظيف تلك القدرات والإمكانيات لإنجاز الهدف.
 - ضرورة ملحة، نظراً لأنه يؤدي إلى الكفاءة في الأداء.
 - معرفة نقاط القوة ونقاط الضعف، الفرص والتهديدات الخارجية، وهذا التحليل يبني على دراسة المؤسسة من جوهرها والمحيط الذي حولها.

¹ طاهر منصور محسن الغالبي، مرجع سبق ذكره، 311.

² عبد السلام أبو قحف، أساسيات الإدارة الاستراتيجية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 116.

³ منصور محمد إسماعيل العريفي، مرجع سبق ذكره، ص 246.

2- الخصائص المالية للنماذج الاستراتيجية:

توجد العديد من نماذج تحليل الحافظة مثل: نموذج، ADL ، Mck ، BCG ،...، لكن قبل القيام بذلك سنعمل على تحديد أحد المعايير أو المتغيرات التي تعتمد عليها هذه النماذج، وهو التجزئة الاستراتيجية والتي تعرف بأنها تقسيم المنظمة إلى نشاطات أو مجالات أو وحدات يصطلح عليها وحدات الأعمال الاستراتيجية (SBU/DAS) كل وحدة عمل استراتيجي تنفرد باستراتيجيات أو ببرنامج استراتيجي مخصص، علما بأن المنظمة قد تتبنى استراتيجيات عديدة بحسب تعدد وحدات أعمالها الاستراتيجية. أما وحدة الأعمال الاستراتيجية فهي مجال نشاط عادي للمنظمة، تضم مجموعة من المنتجات والخدمات المتجانسة الموجهة إلى سوق معينة ذات منافسين محددين والذين يمكن أن تعدلهم إستراتيجية واحدة.

تساهم أدوات التحليل الاستراتيجي في تحديد موقع المؤسسة المالي والاستراتيجي كما تساعد في إعداد مخطط استراتيجي يحقق الأهداف الطويلة المدى، حيث تعمل على تحليل مختلف الوضعيات المالية التي تتواجد فيها المؤسسة حسب الموقع الذي تحتله في مختلف تقنيات التحليل والتي منها:

2-1- دورة حياة المؤسسة وأبعادها المالية:

دورة حياة المؤسسة أو المنتج هي من النماذج الأولى التي استخدمت التحليل الاستراتيجي، وتمر المؤسسة بأربع مراحل أساسية هي¹:

2-1-1- مرحلة الإعداد والتصميم: وهي مرحلة تأسيس المؤسسة، تتحمل فيها المؤسسة عادة مصاريف التأسيس والأبحاث خاصة في المؤسسات التي تعتمد على تكنولوجيا متطورة.

2-1-2- مرحلة الانطلاق: تعرف المؤسسة فيه نموا معتدلا وغير مستقرا لكل من المبيعات والإنتاج، وتكون النتائج والمردودية في أغلب الأحيان سالبة بسبب ثقل المصاريف الثابتة وانخفاض حجم الإنتاج. هذا ما يؤدي بالمؤسسة إلى اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية لمواجهة مصاريف الاستغلال.

2-1-3- مرحلة النمو: تشهد المؤسسة نموا متسارعا في حجم المبيعات والإنتاج، وتحسن في النتائج والمردودية بسبب امتصاص التكاليف الثابتة الناتج عن وفورات الحجم، كما تتزايد قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي المقابلة الاستثمارات المتزايدة، تبقى المؤسسة منشغلة بتحقيق التوازن المالي، بالتسيير الفعال للاحتياج في رأس المال العامل واللجوء إلى الاستدانة يعد خيارا حتميا لمسايرة النمو.

¹ مولود مليكاوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 42-43، بتصرف.

2-1-4- مرحلة النضج: يميل معدل النمو نحو الاستقرار والتباطؤ، بعد تشبع السوق بمنتجات المؤسسة الحالي، فتزداد تكاليف الإشهار والترويج دون التأثير على المردودية، إذ تواصل المؤسسة في تحقيق نتائج إيجابية مع انخفاض تدريجي للاحتياجات المالية، تسعى المؤسسة حينها إلى الحفاظ على الوضع الحالي أطول مدة ممكنة فيسعى المسؤول المالي إلى توظيف السيولة المرتفعة في استثمارات إضافية والاستثمار غير المباشر في الأسواق المالية.

2-1-5- مرحلة الزوال: هي بداية النهاية وأخر حلقة في حياة المؤسسة بنشاطها الحالي، إذ ينخفض بشدة رقم الأعمال، يدفع إلى السعي للبحث عن تصاميم جديدة للمنتوج، وتنتهي بعمليات التنازل عن الاستثمارات وتسريح العمال، مما ينجم عنه بعض التكاليف الخاصة التي ترفع من منحى التكاليف.

2-2- البعد المالي لمصفوفة بوسطن الاستشارية BCG:

مصفوفة المجموعة الاستشارية لبوسطن (BCG) Boston Consulting Group هي مصفوفة تسمح بتحليل حافظة نشاطات المؤسسة باستعمال معيارين هما:¹

- حصة السوق النسبية والتي تحسب بالحصة السوقية للمؤسسة/ الحصة السوقية للمنافسين.
- معدل نمو السوق والذي يحسب انطلاقاً من رقم الأعمال.

وبمزج هاذين المعيارين تتكون مصفوفة تنجز إلى أربع وضعيات أساسية تسمح بمعرفة موقع المؤسسة الاستراتيجية والمالي، ومن ثم يمكن اتخاذ القرارات الهادفة إلى توجيه المؤسسة نحو الموقع الأفضل.

¹ مولود مليكاوي، مرجع سبق ذكره، ص 45.

الشكل رقم (1-1): مصفوفة بوسطن الاستشارية BCG



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الجزء الأول، دار وائل، الأردن، 2011، ص76.

من المصفوفة السابقة يمكن ملاحظة:¹

- **وضعية النجوم:** هي الوضعية المثلى، مع معدل نمو مرتفع وأكبر حصة في السوق، مما يعطي للمؤسسة وضعية تنافسية قوية، ينتج عنها ارتفاعاً لمستوى النشاط والمجهودات الاستثمارية مما يؤدي إلى أرباح معتبرة تسمح بتمويل احتياجاتها اعتماداً على قدراتها الذاتية وتقلل من لجوئها إلى الاستدانة، وتشهد المؤسسة توازناً في الخزينة، سلوك المسيرين هو التحكم الجيد في النمو.

- **وضعية البقرة الحلوب:** هي أحسن وضعية، تتميز بإيرادات مرتفعة، تكاليف واستثمارات منخفضة نظراً لاستقرار السوق مع ارتفاع حصة المؤسسة من السوق مما ينعكس على الأرباح والخزينة، إذ تشهد أعلى درجات التوازن المالي، تحتل المؤسسة موقع تنافسي قوي يمكنها من الهيمنة على السوق، مما يؤدي إلى خفض الاستثمارات وتحقيق فائض في السيولة بسبب مردودية منتوجها وانخفاض الاحتياجات المالية، تتركز اهتمامات المسيرين في هذه الوضعية على إيجاد توظيفات مالية للسيولة الفائضة والبحث عن تنويع لنشاطات المؤسسة.

¹ مولود مليكاوي، مرجع سبق ذكره، ص ص46-48، بتصرف.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

- **وضعية المأزق (علامات الاستفهام):** تنشط المؤسسة في سوق واحدة، تتميز بمعدل نمو مرتفع وطلب متزايد مع حصة متواضعة في السوق رغم الاستثمارات الضخمة التي تستهلك جزء كبير من السيولة ولا تتناسب الإيرادات مع مستوى الاحتياجات الكبير، تصحيح الوضع يتطلب تنشيط المجهودات التسويقية بهدف رفع حصة المؤسسة من السوق للخروج من وضعية المأزق هذه.
- **وضعية البطة المتعثرة (الأوزان الميئة):** تعيش المؤسسة وضعية سيئة، بدون آفاق للنمو والبقاء، مع السوق المشبعة، والحصة القليلة من السوق، أي بدون تدفقات مالية داخلية، يتوجب على المؤسسة إيجاد بدائل استراتيجية بهدف إعادة توجيه النشاط نحو أسواق جديدة أو تصميم منتج جديد.
- ومن أهم الانتقادات الموجهة إلى هذا النموذج ما يلي:¹
 - إن النموذج بسيط إلى حد مبالغ فيه، إذ أن التركيز في تقييم وحدة العمل الإستراتيجية أو المنتج على بعدين هما: معدل السوق والحصة السوقية النسبية يعد أمراً مضللاً، إذ يتعين أخذ عوامل أخرى ذات علاقة في الحسبان؛
 - أغفلت مصفوفة بوسطن الأسواق ذات النمو المتوسط، ووحدات الأعمال أو المنتجات ذات الحصة المتوسطة في السوق؛
 - إن النشاط الذي يستحوذ على نصيب متدن من السوق في مجال صناعي منخفض النمو يمكن أن يكون مربحاً، ويمكن أن يتمتع بمركز تنافسي قوي في شريحة معينة من السوق، ومع ذلك يمكن تصنيف هذا النشاط وفق مصفوفة بوسطن بالكلب؛
 - وعلى ضوء هذه الانتقادات ظهرت المصفوفة الاستشارية الثانية لبوسطن، والتي تأخذ بعين الاعتبار أربعة أنواع من المحيطات، ومحاولة معرفة هل هناك ارتباط بين حصة السوق في كل محيط ومعدل مردودية الاستثمار؛ أي تقسيم المصفوفة إلى محيط التخصص، المحيط الجزأ، محيط المأزق، محيط الحجم.

¹ سوميا علي سليطين، الإدارة الاستراتيجية وأثرها في رفع أداء منظمات الأعمال، دراسة ميدانية على المنظمات الصناعية العامة في الساحل السوري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة تشرين، سوريا، 2007، ص 58.

2-3- الخصائص المالية لمصفوفة Arthur.D.Little (ADL):

صممت مصفوفة ADL في السبعينات من قبل المكتب الاستشاري Arthur. D. Little وهي ذات طابع نوعي أكثر منه كمي. وهي مصفوفة ذات محورين:¹

- يمثل المحور الأفقي مستوى نضج القطاع حيث يرى ADL أن مراحل نمو القطاع هي نفسها مراحل دورة حياة المنتج: انطلاق، نمو، نضج وزوال. وتحدد مرحلة القطاع من النضج عن طريق عدة معايير نذكر منها: مستوى النمو، الاستقرار التكنولوجي، تطور عند المنافسين، استقرار الحصة السوقية للمنافسين، ظهور المنتجات البديلة، نضج الزبائن.

- أما المحور العمودي يمثل الوضعية التنافسية مرتبة كما يلي من الأسفل إلى الأعلى: مهمشة، ضعيفة، مقبولة، قوية، مهيمنة.

يتم تمثيل مصفوفة ADL بأربعة خانات مركبة من وحدات متجانسة بالنسبة للثنائية (نضج /وضعية تنافسية)، في حالة نشاط في مرحلة الانطلاق أو النمو، هناك استثمارات لها وضعية تنافسية قوية ومهيمنة تستطيع توفير التمويل الذاتي. وكلما كانت الوضعية ضعيفة أو مهمشة تنخفض القدرة على التمويل الذاتي ويزيد الخطر. أما في حالة نشاط في مرحلة النضج أو الزوال، كلى هذا الحاجة للتمويل وبالتالي الوضعية التنافسية القوية تترجم مباشرة بنقص الخطر، على العكس في الوضعية التنافسية الضعيفة، تنقص المردودية والقدرة على التمويل الذاتي فيما يزيد الخطر.² كما هو مبين في الشكل الموالي:

¹ Garibaldi Gérard, *L'analyse stratégique*, 3ème édition, Edition d'organisation : Paris, France, 2001, P108.

²Idem, P109.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

الشكل رقم (2-1): مصفوفة ADL



Source : L'équipe des professeurs du département Stratégie et Politique d'entreprise du groupe HEC de Jouy-en-Josas de Paris, **Stratégor**, 4ème édition, Edition Dunod : Paris, France, 2005, P 109.

- من خلال تقاطع محاورها يمكن تقديم التوصيات الإستراتيجية لنموذج ADL كمايلي:¹
- التخلي: لأن المؤسسة لديها تنافسية مهمشة ضعيفة والقطاع لا يوفر إلا القليل من الأرباح نظرا لوصوله مرحلة النضج، بالإضافة إلى أن الحصول على حصة سوقية إضافية يمكن أن يكلف المؤسسة الكثير.
 - إعادة توجيه: لأنه إذا كانت تنافسية المؤسسة ضعيفة، يمكن محاولة رفع الحصة السوقية في أسواق قابلة للتحويل وفي نهاية الدورة.
 - التطوير الاختياري: تنافسية المؤسسة مقبولة حتى قوية وتطور الأسواق أكثر توقعا ونظرا لمكانتها في منحنى دورة الحياة الأخطار بالنسبة للمؤسسة تكون جد قليلة.
 - التطوير الطبيعي: عندما تكتسب المؤسسة أحسن القدرات وخاصة بالنسبة لبقية المنافسين، وحتى إذا كانت المؤسسة تواجه بعض الأسواق في بداية مرحلة الحياة والتي يمكن أن تقلل خطر مفاجئ بالنسبة للمؤسسة فحسب ADL عليها تطوير نشاطاتها حسب قدراتها المتوفرة. والشكل الموالي يوضح ذلك:

¹ Garibaldi Gérard, Opcit, PP289-290.

الشكل رقم (1-3): الاستراتيجيات العامة لمصفوفة ADL

الزوال	النضج	النمو	الانطلاق	نضج القطاع الوضعية التنافسية
				مهيمنة
				قوية
				مقبولة
				ضعيفة
				هامشية

تطوير طبيعي

تطوير اختياري

إعادة توجيه

تخلي

Source : Garibaldi Gérard, L'analyse stratégique, 3eme édition, Edition d'organisation : Paris, France, 2001, P288.

2-4- الخصائص المالية لنموذج ماكينزي Mc.Kinsey:

ابتكرت شركة جنرال إلكتريك هذه الطريقة لتحسين نموذج مجموعة بوسطن الاستشارية، واستخدمت معيارين: قوة النشاط والأعمال؛ درجة جاذبية الصناعة. ومن خلال هذين المعيارين يمكن الحكم على محفظة الأنشطة الخاصة بالشركة وتم تقديم معيار بـ 3 درجات هي: قوي، متوسط، ضعيف¹.

يتم تحديد قوة النشاط من خلال: حصة المنتج أو النشاط في السوق؛ موسمية مبيعات المؤسسة أو المنتج؛ نقاط القوة التي تتمتع بها الشركة مقارنة بمنافسيها؛ مدى استخدام المؤسسة للطاقة الإنتاجية؛ المهارات الفنية التي تملكها المؤسسة. إذ يتم تقييم هذه العناصر من خلال أهمية كل عنصر في مجال العنصر حالياً. أما درجة جاذبية الصناعة فيتم تحديدها من خلال: حجم السوق في الصناعة كلها؛ درجة الموسمية في نشاط الصناعة؛ درجة المنافسة في الصناعة؛ مدى استخدام الطاقة المتاحة في الصناعة؛ المهارات الفنية والتكنولوجية على مستوى الصناعة. ويتم تقييمها عن طريق بعد أهمية العنصر للصناعة وبعد تقييم جودة العنصر حالياً. إن عملية تقييم كل من قوة النشاط وجاذبية الصناعة يتم التعبير عنها في

¹ Johnson. G, Scholes. K, Whittington et Fréry. F, **Stratégique**, 7ème édition, Pearson Education, France, 2005, P 389.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

شكل مصفوفة، ويتم استخدام دوائر للتعبير عن النشاط أو المنتج، وحجم الدائرة يعكس حجم حصة النشاط أو المنتج في الصناعة كلها.¹

الشكل رقم (1-4) : مصفوفة Mc.Kinsey

		قوة الأعمال		
		قوية	متوسطة	ضعيفة
جاذبية الصناعة	قوية	الفائزة	الفائزة	المنهكة
	متوسطة	الفائزة	المقبولة	الخاسرة
	ضعيفة	الرائجة	الخاسرة	الخاسرة

المصدر: سعد غالب ياسين، الإدارة الاستراتيجية، اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص139.

من خلال نقاط محورها حسب قوة وضعف كل بعد فهي تتكون من ثلاث مناطق رئيسية تشترك الخانات الثلاثة لكل منطقة في استراتيجيات معينة كما يلي²:

- **المنطقة الأولى:** وتضم هذه المنطقة الأنشطة التي تتميز بجاذبية قوية ومتوسطة، وكذا وضعية تنافسية قوية ومتوسطة فتتصحح المؤسسة بزيادة حجم إنفاقها، والإستثمار أكثر في هذه الأنشطة، وتعد الإستراتيجيات المناسبة لأنشطة النجوم الساطعة في مصفوفة BCG، ومنها إستراتيجيات النمو والتوسع.
- **المنطقة الثانية:** وتضم الأنشطة التي ينبغي أن تأخذ المؤسسة إتجاهها موقف الحذر، فإذا توافرت بعض الموارد للمؤسسة فيمكن لها أن تتفققها على رفع قيمة وتنمية وتطوير بعض الأنشطة الواقعة بما مع إتخاذ الحذر نحوها، وهذه الأنشطة تقابل الأنشطة التي توجد في خانة علامة الإستفهام في مصفوفة BCG، وإذا لم ترغب المؤسسة في إنفاق الموارد على هذه الأنشطة فإنها تتجه بعض الإستراتيجيات الدفاعية.

¹ Johnson. G, Scholes. K, Whittington et Fréry. F, Opcit, P 389.

² بوزيدي دارين، مرجع سبق ذكره، ص، بتصرف.

الفصل الأول: الإطار النظري للاستراتيجية المالية للمؤسسة

- المنطقة الثالثة: وتضم الأنشطة ذات الدرجة الضعيفة في أحد البعدين ومتوسطة في البعد الثاني أضعف في البعدين معاً، ولا تنصح المؤسسة بزيادة الإنفاق عليها، ومثل هذه الأنشطة تمثل نفس الأنشطة التي تقع في مربع البقرة الحلوب، وخاصة التي في مرحلة متأخرة من هذه المرحلة من مصفوفة BCG، وعادة يتم إدارة هذه الأنشطة باتباع الإستراتيجيات التي تؤدي إلى زيادة العائد منها مع درجة محدودة جداً من الإنفاق، ومنها إستراتيجيات الإستقرار ثم التحول إلى إستراتيجية التخلص من النشاط، أو التصفية.

وعلى الرغم من أن نموذج مصفوفة ما كترى يمثل تحسناً وتطويراً لنموذج BCG، إلا أنه واجه بعض الانتقادات التي يمكن إيجازها فيما يلي:¹

- تعطي التقديرات الخاصة ببعدي جاذبية الصناعة والموقف التنافسي الانطباع بأن هذه الأرقام موضوعية، بينما أنها في الحقيقة أنها تعتمد أصلاً على تقديرات شخصية للمستخدمين؛
- الاستخدام الموسع لشاشة العمل يجعلها شديدة التعقيد، وبالتالي تحد من قدرة مستخدميها على استعمالها؛
- تخفف الشاشة عادة في تبيان الأوضاع الخاصة بالمنتجات الجديدة، وخاصة إذا كانت الصناعة نفسها جديدة.

¹ سوميا علي سليطين، مرجع سبق ذكره، ص ص 61-62.

1. الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية:

1- تعريف الإدارة المالية وأهميتها:

تعرف الإدارة المالية بأنها النشاط الإداري الذي يهتم بخلق وحفظ القيمة الاقتصادية للمؤسسة وأثراتها مما يؤدي إلى التركيز على عملية اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة وتأثيرها على القيمة الاقتصادية للمؤسسة. كما تعرف على أنها النشاط الخاص بالحصول على الأموال بالشكل الأمثل وتخصيص هذه الأموال بالطريقة التي تساعد على تعظيم ثروة المساهمين.¹

تأتي أهمية الإدارة المالية من كون أن القرارات المالية عظمية التأثير على حياة المؤسسة، وليس هذا فحسب ولكن جميع القرارات الاستراتيجية بالمؤسسة سواء كانت مالية أو غير مالية، يترتب عليها العديد من التكاليف أو الإيرادات المؤثرة بالمؤسسة، ولذلك وجب على المدير المالي أن يحسن تقدير الأمور وعرض القضايا على مجلس الإدارة، مع إعداد تقارير وافية، تعطي رؤية واضحة مؤيدة بالدراسات والتقارير بمختلف الأمور ذات التأثير المالي، ويتطلب هذا الأمر العديد من العلاقات والمعارف بميادين المعرفة الأخرى بالمؤسسة، كالجوانب الاقتصادية والمحاسبية والإحصائية والكمية، التي تساعد المدير المالي في فهم العلاقات والربط بين المتغيرات واستخراج المؤشرات والنتائج.²

2- وظائف الإدارة المالية:

لقد اتسعت مسؤوليات الإدارة المالية وذلك نظرا لتنوع طبيعة النشاطات في المؤسسة حيث لم تعد تسعى إلى توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجات المؤسسة ونشاطها الاقتصادي وحسب، وإنما اتسعت مهامها ووظائفها لتشمل مجرى الأموال، والتخطيط لها والرقابة عليها، ووضع القرارات المالية:³

1-2- وظيفة اتخاذ القرارات: تمثل هذه الوظيفة جوهر العملية الإدارية لأي تخصص وظيفي في المؤسسات حيث إن اتخاذ القرار يعد أساس العملية الإدارية لأي تخصص وظيفي في المنظمة، وتهدف هذه القرارات إلى تحقيق هدف استراتيجي يتمثل في تعظيم ثروة الملاك وتعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد بالإضافة إلى تحقيق أقصى العوائد الممكنة للمؤسسة، مع الحفاظ على السيولة وتمثل هذه القرارات في قرار التمويل، قرار الاستثمار، بالإضافة إلى قرار توزيع الأرباح.

¹ جمال كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 09.

² سالم صلال الحسيناوي، أساسيات الإدارة المالية، دار المدينة الفاضلة للنشر والتوزيع، 2014، ص 18.

³ جمال كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره، ص 33.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

2-2- وظيفة التخطيط المالي: يمكن النظر إلى التخطيط المالي على أنه مجموعة الإجراءات الضرورية لتحديد الأهداف المالية سواء على مدى المتوسط والطويل للقرارات المالية، التي تضم قرارات الإستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح. ينقسم التخطيط المالي إلى المراحل التالية:¹

➤ **مرحلة تحديد الأهداف:** تشمل هذه المرحلة على تحديد الهدف المالي الرئيسي والذي يدور في إطار التوظيف الأمثل لرأس المال من أجل زيادة كفاءة عوامل الإنتاج والموارد المتاحة في المؤسسة، ويتم تجزئة هذا الهدف إلى أهداف متوسطة الأجل وقصيرة الأجل، ويمكن وضع أهداف فرعية أخرى لكن من الضروري أن تكون هذه الأخيرة منسجمة مع الهدف المالي الرئيسي.

➤ **مرحلة تكوين السياسات المالية:** السياسة المالية هي السبل والمناهج التي تحددها المؤسسة لتوجيه المسؤولين، والعاملين في النشاط المالي عند اتخاذ قراراتهم وتفصل السياسة المالية أهداف مالية المؤسسة حسب المسؤوليات الإدارية كما تترجم الأهداف على سبل مرسومة قابلة للتنفيذ ومن بين السياسات المالية سياسة تجهيز المؤسسة برأس المال، سياسة الاقتراض، سياسة الإستثمار وسياسة البيع بالأجل وغيرها.

➤ **مرحلة إعداد الموازنات:** تعتبر هذه المرحلة ذات أهمية في وضع الخطط المالية حيث تتحول الخطط المادية إلى خطط مالية جزئية تتكامل لتشكل الخطة المالية الشاملة.

➤ **مرحلة صياغة الإجراءات والقواعد:** تشمل صياغة الإجراءات والقواعد المالية، تحويل الموازنات والأهداف والسياسات إلى تفاصيل دقيقة، وتهدف إلى تبسيط مهام الهيئات التنفيذية الدنيا وتسهيلها بغرض زيادة فعالية التنفيذ، وتهدف هذه الإجراءات أيضا لتحقيق أقصى درجة ممكنة من التنسيق في التنفيذ.

2-3- وظيفة الرقابة المالية: إن وظيفة التخطيط المالي تكون دائما مرتبطة بوظيفة الرقابة المالية التي ينبغي أن تكون فعالة، حيث تعتبر الرقابة المالية من الوظائف الرئيسية للمدير المالي، ويقصد بالرقابة المالية تقييم القرارات التي اتخذت بشأن التخطيط بعد تحديد نوعية المعايير التي يمكن استخدامها للمقارنة، لذلك فهي تعتبر جزءا مكملًا للتخطيط المالي.

2-4- وظيفة التنظيم المالي: تعتمد الإدارة المالية على التنظيم المالي كوظيفة منظمة للعملية المالية، ويقصد بالتنظيم المالي جميع الفعاليات التي تمارسها الإدارة لتحقيق أهدافها المالية، ومن خلال توزيع

¹ عبد الحليم كراجه، الإدارة المالية: أسس، مفاهيم، تطبيقات، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص ص 35-36.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

الوظائف وتجميعها وفق أسس معينة، تضمن تحديد المسؤوليات وتحويل الصلاحيات، ويأتي الانجاز الجيد للعملية المالية وفق تسلسل السلم التنظيمي للإدارة المالية، لهذا وجب أن تكون الصلاحيات والمسؤوليات محددة وواضحة ومتناسبة مع حجم الشركة، ومع طبيعة الأعمال، والمهام والمسؤوليات المنوطة بها.

3- دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية:

تختلف القرارات في المؤسسة باختلاف مجموعة من المعايير، فحسب معيار الزمن نجد قرارات طويلة وقرارات قصيرة وحسب معيار الأهمية نجد قرارات استراتيجية وقرارات تكتيكية، وحسب المعيار الوظيفي نجد عدة قرارات أهمها القرار المالي، فالقرار المالي بدوره قرار إداري يتخذ لمعالجة موقف من المواقف ويحتل موقع هام في مجال الإدارة المالية، فالقرار المالي الاستراتيجي هو الحسم أو اختيار أحد الحلول من الحلول الممكنة أو البديلة لتحقيق غرض ما أو مواجهة موقف محدد متعلق بالجانب المالي لمشروع المؤسسة، والذي يكون له أثر كبير على سيرورة المؤسسة ومستقبلها.

إن عملية اتخاذ القرارات المالية تشمل كافة الجوانب الإدارية من التخطيط المالي والتنظيم والرقابة، كما أن التخطيط المالي وبعده الإستراتيجي له دور كبير في صنع القرار المالي بحيث يظهر النتائج المترتبة عن اتخاذ القرار المالي في المدى البعيد. كما أن قدرة المؤسسة أو الجهة المسؤولة لاتخاذ وصنع القرارات المالية سليمة وناجحة يتوقف إلى حد بعيد على كفاءتها وقدرتها على تحليل بيئتها المالية واستنباط نقاط القوة والضعف والاستفادة من الفرص وتجنب التهديدات وتجنب التأثير السيئ لعوامل البيئة المالية على القرارات المالية.

3-1- القرارات المالية وعملية اتخاذ القرار:

3-1-1- مفهوم القرار: يمكن تحديد معنى القرار بأنه الاختيار بين عدة بدائل مختلفة، حيث نجد أن متخذ القرار دائما في موقف يطلب منه أن يختار بديلا مناسباً من بين عدة بدائل متاحة، فإذا كان المسؤول فردا عندئذ سوف يتأثر القرار بالدوافع الشخصية لمتخذ القرار، أما إذا كان القرار عملية جماعية عندئذ يكون القرار حصيلة تبادل الآراء بين المجموعات ضمن المؤسسة كالإداري والمنظم والعامل.¹

3-1-2- أنواع القرارات: هناك عدة معايير لتصنيف الاستثمار يمكن أن عرضها فيما يلي:²

3-1-2-1- حسب الغرض: وتنقسم إلى قرارات استراتيجية وقرارات تكتيكية وقرارات تشغيلية :

¹ وليد اسماعيل السيفو، وآخرون، الاقتصاد الإداري، الأهلية للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص ص 49

² المرجع نفسه، ص ص 49-51.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

- قرارات استراتيجية: هذه القرارات تتم بوضع الخطط والسياسات المستقبلية للمؤسسة، أي أنها تحدد ما تكون عليه المؤسسة في المستقبل مثل حجمها، مركزها التنافسي، ويتولى اتخاذ هذه القرارات الإدارة العليا في المؤسسة.

- قرارات تكتيكية: هي القرارات التي تتخذ لتنفيذ قرارات الإدارة العليا، ويتخذ هذا القرار لفترة قصيرة عادة ما تكون سنة.

- قرارات تشغيلية: تتخذها الإدارة الدنيا للتعامل مع المشاكل اليومية المتصلة بتنفيذ خطط المؤسسة، وتعديل خطط النشاط لكي تتماشى مع الظروف المستجدة

3-2-1-2-3 حسب طبيعة المشكلة: وينقسم هذا النوع من القرارات إلى:

- قرارات مبرمجة: هي قرارات مخططة مسبقا تهدف إلى حل المشاكل المعروفة والروتينية مثل القرارات الخاصة بالمخزون... الخ.

- قرارات غير مبرمجة: هي قرارات غير مخطط لها مسبقا، تتناول مشاكل جديدة مثل قرار دمج المؤسسة مع غيرها... الخ.

3-2-1-3 حسب ظروف اتخاذ القرار: وتنقسم إلى أربعة قرارات هي:

- حالة التأكد: هو قرار سهل الإعداد له، تحيط به ظروف وعوامل معروفة، حيث في هذه الحالة توجد جميع المعلومات لاتخاذ القرار بحيث أن القرارات المعلومة تعطي نتائج معلومة.

- حالة عدم التأكد: هو قرار يتم اتخاذه في أقصى درجات عدم الدراية والمعرفة، بحيث يتطلب جهدا كبيرا من طرف متخذ القرار حتى يحقق الهدف المطلوب.

- حالة المخاطرة: يتم اتخاذ القرار في ظل أنواع مختلفة من العوامل والظروف الاحتمالية، التي قد تؤثر سلبا أو إيجابا في اتخاذه وتزداد درجة المخاطرة كلما زادت العوامل والظروف الاحتمالية والعكس صحيح.

- حالة المنافسة: تخذ هذا القرار عندما يكون أمام متخذ القرار منافسين مستعدين لاتخاذ قرارات مشابهة ويبحثون عن بدائل وفرص، التي تكون محدودة العدد، تحقق الهدف المطلوب.

3-2-3 تعريف عملية إتخاذ القرار، وأهميتها:

تعد عملية إتخاذ القرار عملية ديناميكية في المنظمة كونها مرتبطة بنجاح أو فشل هذه الأخيرة، حيث تركز هذه العملية على عدة عناصر مترابطة فيما بينها والتي تتطلب الإهتمام والتركيز عليها

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

لإتخاذ وتنفيذ أحسن القرارات، وذلك بإختيار البديل المناسب للأهداف المسطرة للمؤسسة ووضعيتها المالية.

3-2-1- تعريف عملية إتخاذ القرار:

هناك عدة تعاريف لعملية إتخاذ القرار نذكر منها ما يلي:

- تعرف عملية إتخاذ القرار بأنها: " لحظة إختيار بديل معين بعد تقييم بدائل مختلفة على أساس توقعات معينة لمتخذ القرار".¹

- كما تعرف بأنها: "عملية إختيار بديل واحد من بين مجموعة من البدائل الممكنة لتحقيق هدف أو مجموعة من الأهداف خلال فترة زمنية معينة في ضوء العوامل البيئية والمواد المتاحة للمنظمة".² من خلال التعاريف السابقة يمكن التوصل إلى أن عملية إتخاذ القرار هي مجموعة من الخطوات والمراحل التي يقوم بها متخذ القرار للوصول إلى إختيار أفضل بديل، حيث تبدأ بمعرفة المشكلة ومفاهيمها، وتنتهي بإيجاد حل لها، وهذا في الظروف المحيطة بالمؤسسة.

3-2-2- أهمية عملية إتخاذ القرار:

تعد عملية إتخاذ القرار جد مهمة على مستوى أي مؤسسة إقتصادية، إذ تعتبر جوهر العملية الإدارية كونها تساعد في القيام بمهامها وتحديد إستراتيجيتها ووضع خططها، لذا تسعى كل مؤسسة لإتخاذ القرار السليم والمناسب من خلال إتباعها مجموعة من المراحل التي تساعد في تحقيق أهدافها المسطرة. تكتسي عملية إتخاذ القرار أهمية بالغة في أي منشأة، إذ تحتل مكانة هامة في هيكلها التنظيمي وهذا نظرا لما تلعبه من دور في تحديد مصير المؤسسة، لأنها هي المفتاح لضمان نمو وإستمرار المنشأة، ويمكن أهمية إتخاذ القرار فيما يلي:³

- السؤال عما يجب فعله، وتشخيص المشكلة، وتحديد كيفية استخدام الموارد المتاحة.
- تحليل البيانات، والإستفسار عن التكاليف والنفقات، والعائدات من القرار، وما هو البديل الذي يحقق أفضل وضع ممكن.

¹ محمد رسلان الجبوسي، جميلة جاد الله، الإدارة علم وتطبيق، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص76.

² شريط صلاح الدين، حفاصة أمينة، دور التدفقات النقدية في دعم عملية إتخاذ القرار في ظل المعيار المحاسبي الدولي 07، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 05، جامعة بوضياف، مسيلة، الجزائر، 2018، ص84.

³ بن إبراهيم الغالي، إتخاذ القرارات الإستثمارية في البنوك الإسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013، ص 71.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

- التركيز على فهم المشكلة لإقتراح أفضل الحلول أو البدائل، والتعامل مع الأسباب المؤدية للمشكلة لا التعامل مع النتائج أو المظاهر، وذلك للقضاء على المشكلات من جذورها.
- مراعاة العوامل السلوكية ومستوى الرضا من عدمه، وأثر ذلك على نتائج القرار.
- ضرورة تقدير القرار في ظروف التأكد من عدم التأكد من ظروف المخاطرة.
- استعمال الطرق العلمية، والمداخل الكمية والكيفية في اختيار البديل المناسب.

3-3- العوامل المؤثرة في عملية إتخاذ القرار:

إن تعدد القرارات التي قد يتخذها المدير في اليوم الواحد تؤثر فيها عوامل مختلفة يمكن أن تنقص أو تزيد من صعوبة هذه العملية وإذا تكاثفت وتزايدت هذه العوامل المؤثرة فإنها تقود أحيانا إلى قرارات خاطئة (غير ر شيدة) ولهذا فعلى متخذي القرارات الأخذ بالاعتبار كل العوامل التي يمكن أن تؤثر على القرارات مهما كانت هذه القرارات صغيرة أو كبيرة، بسيطة أو مؤثرة، وأهم هذه العوامل المؤثرة:¹

3-3-1- عوامل البيئة الخارجية: تتمثل هذه العوامل فيما يلي:

- الظروف الاقتصادية والسياسية والمالية في المجتمع.
- التطورات التقنية والتكنولوجية والقاعدة التحتية التي تقوم عليها الأنشطة الاقتصادية.
- الظروف الإنتاجية القطاعية مثل المنافسين والموردين والمستهلكين.
- العوامل التنظيمية الاجتماعية والإقتصادية مثل النقابات والتشريعات والقوانين الحكومية والرأي العام والسياسة العامة للدولة وشروط الإنتاج.
- درجة المنافسة التي تواجه المنظمة في السوق.

3-3-2- عوامل البيئة الداخلية: وهي عوامل كثيرة نذكر أهمها:

- عدم وجود نظام للمعلومات داخل المنظمة يفيد متخذ القرار بشكل جيد.
- عدم وضوح درجة العلاقة التنظيمية بين الأفراد والإدارات والأقسام.
- درجة وضوح الأهداف الأساسية للمنظمة.
- مدى توافر الموارد المالية والبشرية والفنية للمنظمة.

¹ كاسر نصر المنصور، الأساليب الكمية في إتخاذ القرارات الإدارية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 36-38.

3-3-3- عوامل أخرى: تتمثل في:

- تأثير عند صر الزمن: ي شكل عند صر الزمن ضغطا كبيرا على متخذ القرار، فكلما زادت الفترة الزمنية المتاحة أمام متخذ القرار لإتخاذ قراره كلما كانت البدائل المطروحة أكثر والنتائج أقرب إلى ال صواب، وإمكانية التحليل للمعلومات متاحة أكثر، وكلما ضاقت الفترة الزمنية المتاحة أمام القرار كلما تطلب منه السرعة في البت في القرار مما يقلل في البدائل المتاحة أمامه.
- تأثير أهمية القرار: كلما ازدادت أهمية القرار ازدادت ضرورة جمع المعلومات الكافية عنه وتتعلق الأهمية النسبية لكل قرار بالعوامل التالية:
- عدد الأفراد الذين يتأثرون بالقرار ودرجة هذا التأثير.
- كلفة القرار والعائد، حيث تزداد أهمية القرار كلما كانت التكاليف الناشئة عنه أو العائد المتوقع الحصول عليه نتيجة هذا القرار مرتفع.
- الوقت اللازم لإتخاذ، فكلما ازدادت أهمية القرار إحتاج الإداري إلى وقت ليكتسب الخبرة والمعرفة بالعوامل المختلفة المؤثرة على القرار.

3-4- ماهية القرارات المالية:

يعتبر القرار المالي جوهر ولب وظيفة الإدارة المالية ومن العمليات المهمة في المؤسسة الاقتصادية خصوصا وأنها قرارات استراتيجية ومصيرية.

3-4-1- تعريف القرارات المالية:

تعد القرارات المالية من أهم وأصعب القرارات التي يتم اتخاذها في المؤسسة، هذا ما استلزم على المدير المالي الأخذ بعين الاعتبار جملة من العوامل التي تقوم عليها عملية اتخاذ القرارات المالية، كما وجب عليه الالتزام بمهامه وأهدافه والتي يجب أن تكون متناسقة ومتوافقة مع إستراتيجية وسياسة المؤسسة.

- يعرف القرار المالي على أنه: "القرار الذي يشمل عدة قرارات كالاختيار بين إعادة استثمار السيولة الفائضة وتوزيع الأرباح والاختيار بين التمويل الداخلي (التمويل الذاتي) والتمويل الخارجي".¹

¹ محمود جمام، أميرة دباش، أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 04، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2015، ص 74.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

- وبتعريف آخر القرار المالي هو: " كل قرار يوازن بين الحصول على الأموال وامتلاك الأصول، حيث تهدف هذه القرارات إلى تمويل الاستثمارات مع تحقيق أعلى ربح وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة".¹

- كما يمكن توضيح عملية صناعة القرار المالي من خلال تحديد الهدف المطلوب تحقيقه والموضوع المطلوب فيه اتخاذ القرار المالي أو المشكلة التي يتم مواجهتها ثم دراستها بالشكل الكافي لتحديد أبعادها وعناصرها وأسبابها، ويأتي بعد ذلك تطوير البدائل المالية المرتبطة بها، ثم تقييم كل البدائل وتحديد كفاءة كل منها في حل المشكلة وتحقيق الهدف، ثم اتخاذ القرار الملائم عن طريق اختيار أحد هذه البدائل المالية ثم تنفيذه ومتابعته وتقييمه.²

من خلال ما سبق يمكن تعريف القرارات المالية على أنها عملية مفاضلة واختيار بين عدة مصادر التمويل المتاحة ومدى قدرة المؤسسة على تسيير مواردها بطريقة مثلى من أجل تحقيق أهدافها المسطرة.

3-4-2- أهداف القرارات المالية:

تهدف القرارات المالية إلى³:

- **هدف تعظيم الربح:** إن الهدف العام لأي مؤسسة هو تعظيم الربح أي تحقيق أعلى ربح ممكن ومازال هذا الهدف يحتل مكانة رئيسية في الفكر الاقتصادي. ويرتبط مفهوم تعظيم الربح ارتباطاً وثيقاً بالملك ويحتل مكاناً بارزاً أسلوب تقييم أداء الإدارة وبناءاً عليه فإن تعظيم الربح كهدف يسعى اصحاب رأس المال إلى تحقيقه يصبح المرشد الرئيسي للإدارة في اتخاذ القرارات.

- **هدف تعظيم القيمة وتعظيم ثروة ملاك المؤسسة:** مما لا شك فيه أن تعظيم ثروة المؤسسة وزيادة القيمة السوقية للأسهم يعكس الاستخدام الفعال للموارد الاقتصادية القومية ويؤدي إلى تنشيط النظام الاقتصادي ككل وتعظيم الثروة القومية للمجتمع، وبعد تعظيم الثروة كهدف للإدارة المالية أكثر فعالية مقارنة بهدف تعظيم الربح.

- **هدف تعظيم العائد الاجتماعي:** إن المؤسسات يجب أن تأخذ بعين الاعتبار تأثير سياساتها وأنشطتها على كافة فئات المجتمع الذي تمارس نشاطها فيه، بل إنه يصعب على تلك المؤسسات تجاهل واجباتها ودورها في خدمة المجتمع.

¹ محمود جمام، أميرة دباش، مرجع سبق ذكره، ص74.

² ابتهاج مصطفى عبد الرحمن وآخرون، أساسيات التمويل، جامعة القاهرة، كلية التجارة، القاهرة، مصر، 2019، ص17.

³ محمد بشير بن عمر، دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين الأداء المالي للمؤسسة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017، ص ص 99-100.

3-4-3- مراحل اتخاذ القرار المالي:

تشمل عملية اتخاذ القرار المالي على العديد من المراحل التي يمر بها المديرين حتى يتمكنوا من الوصول إلى الحل الأفضل واتخاذ القرار المناسب وتتمثل هذه المراحل في:¹

- **تشخيص واكتشاف المشكلة:** أو ما يسمى بمرحلة البحوث والدراسات لاكتشاف المشكلة ففي مجال الإدارة المالية يتم الاستقصاء المنظم عن المعلومات التي يحتويها التنظيم الرسمي بحيث يمكن من تحسين نوعية القرارات المالية وذلك من خلال إجراء مقارنات لقوائم الدخل لعدة سنوات ماضية وكذلك التكاليف، الأرباح، الأصول والخصوم للكشف عن التغيرات وشكلها بالزيادة أو النقصان وقد تستخدم بهذا الشأن مختلف الأساليب لجمع المعلومات لقياس درجة التقلب أو الثبات في تدفقات الأموال وتغيرات القيمة وقد تمتد البحوث لجمع المعلومات المالية.

- **البحث عن البدائل:** إن البديل هو الوسيلة الموجودة أمام الإدارة لحل المشكلة القائمة وتحقيق الأهداف المطلوبة واتخاذ القرار المالي المناسب ولذلك يجب أن يتصف البديل بقدرته على تحقيق بعض النتائج التي يسعى متخذ القرار للوصول إليها.

الاعتماد على التجارب والسجلات السابقة ومعلومات وخبرات الآخرين حتى يمكن الإلمام بجميع المعلومات والنواحي المتعلقة بالمشكلة وبكل الحلول الممكنة. فإذا كان القرار المالي يتعلق بالتمويل فيمكن أن تكون البدائل في التمويل الداخلي أو الاقتراض أو طرح الأسهم، أما إذا كان قرارا استثماريا فيمكن الاعتماد على الاستثمار قصير الأجل، أو الاعتماد على الاستثمار طويل الأجل والمتمثل في الاستثمار في الموجودات الثابتة وهو أصحب البدائل لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ وطول الفترة الزمنية، وقد يكون في الاعتماد على الاستثمارات الاستراتيجية المرتبطة بالاستثمار الاستراتيجي.

- **مقارنة البدائل وتقييمها:** وذلك عن طريق تقدير النتائج المتوقعة الإيجابية والسلبية لكل بديل ووضع معايير محددة، تقوم على أساس نتائج كل بديل واستبعاد البدائل التي لا تتطابق مع الحد الأدنى من المعايير الموضوعية التي لا تحقق مستوى الرضا، ومن المعايير التي يمكن استخدامها في المقارنة بين البدائل المعايير المالية، الفنية، الإدارية، والتي تتعلق بالربحية التكاليف معدلات الفائدة، ودوران رأس المال.

¹ أحمد بوساق، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2016، ص ص70-71.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

- اختيار البديل المناسب: وفي هذه المرحلة يترجم المديرون الماليون جهودهم السابقة إلى اختيار أفضل البدائل والذي يحقق أكبر قدر من الفوائد والمزايا المحتملة ويقلص السلبيات والعيوب إلى أقل ما يمكن ويجب أن يعتمد القرار الخاص باختيار أحد البدائل على ما يلي:

- تحقيق الأهداف الجوهرية الصادرة من أجلها؛
- توفير الوقت والجهد والتكلفة بالمقارنة مع الخيارات الأخرى؛
- الملائمة والإمكانات المتاحة؛
- تقليل الآثار السلبية عند التطبيق؛
- الاهتمام بدراسة عنصر المخاطرة في مراحل التنفيذ المختلفة مسبقاً.

- تطبيق القرار: يعتقد بعض متخذي القرار أن دورهم ينتهي بمجرد اختيار البديل المناسب للحل، ولكن هذا الاعتقاد خاطئ ذلك بأن البديل الذي تم اختياره لحل المشكلة يتطلب التنفيذ عن طريق تعاون الآخرين ومتابعة التنفيذ، للتأكد من سلامة التنفيذ وصحة القرار.

- متابعة التطبيق والرقابة وتقييم القرار: تهتم الخطوة الأخيرة في اتخاذ القرار المالي بمتابعة عمليات التطبيق وتقييم النتائج أولاً بأول حيث تبين الرقابة على التنفيذ مدى جودة القرار ودوره في حل المشكلة موضوع القرار هذا إلى جانب أن المتابعة تظهر مدى الانحراف عن المخطط سعياً إلى الدقة والسرعة في معالجة الانحرافات السلبية والتعرف على أسبابها حتى لا تتفاقم ويصعب مواجهتها.

3-4-4- العوامل المؤثرة في القرار المالي:

تقوم عملية اتخاذ القرار المالي على عدة عوامل متمثلة في:¹

- المناخ الذي يتم فيه اتخاذ القرار: ويقصد به بيئة القرار من حيث أثرها على الشخص متخذ القرار، ويتكون المناخ الذي يتم فيه اتخاذ القرار من مجموعة القرارات السابق اتخاذها، كما تشمل على المؤثرات البيئية والسلوكية التي تؤثر على متخذ القرار.
- أهداف متخذ القرار: إن تحديد الهدف من القرار المالي هو الخطوة الأولى نحو اتخاذ القرارات السليمة، ويجب أن تكون أهداف متخذ القرار الشخصية الخاصة باختيار البديل متوافقة مع أهداف المؤسسة.

¹ المقروس عبد الحميد على، الفرجاني إبراهيم مسعود، نظم المعلومات المحاسبية وأثرها على صناعة القرارات الإدارية والمالية، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، العدد 01، جامعة مصراتة، ليبيا، 2014، ص 223.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

- البدائل المتاحة: فالاختيار بين البدائل المتاحة وتقييمها يعتمد على عددها وإمكانية تنفيذها، ويلزم أن يكون للبدل القدرة على الإسهام في تحقيق بعض النتائج التي يسعى إليها متخذ القرار، بالإضافة إلى أن يكون في حدود الموارد المتاحة لمتخذ القرار، وإلا خرج عن نطاق الاختيار.
- العائد المتوقع: تعتمد دراسة البدائل على العائد المتوقع لكل منهما، وفي ضوء ذلك العائد يتم اختيار البديل الذي يحقق أكبر عائد ممكن.

- النتائج الاحتمالية: ويقصد بها النتائج التي قد يحققها القرار سواء الصالح المشروع أو ضده.
- العوامل الشخصية لمتخذ القرار: هناك نوعان من الترشيح في القرار، هما الترشيح الموضوعي والترشيح الشخصي، فالترشيح الموضوعي يتعلق بالبيانات الشخصية لمتخذ القرار على أساسها، ثم الترشيح الشخصي ويتعلق بالصفات الشخصية لمتخذ القرار.

3-4-5- مسؤوليات متخذي القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية:

- من خلال التعرف على العوامل التي تقوم عليها عملية اتخاذ القرارات المالية يتوصل إلى أن للمدير المالي دور أساسي وفعال في هذه العملية، فهو يسعى بصفة رئيسية إلى المساهمة بشكل فعال في تحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك، وفي سبيل ذلك يمكن تحديد المهام التي يقوم بها في إطار الإجابة على ثلاثة أسئلة رئيسية وهي:¹

- ما هي استراتيجية الاستثمار طويلة الأجل التي يجب أن تحققها المؤسسة؟
- كيف يمكن للمؤسسة توفير الأموال اللازمة لتمويل هذه الاستثمارات؟
- ما هو حجم وتوقيت التدفقات النقدية قصيرة الأجل وتأثير ذلك على قدرة المؤسسة على مواجهة احتياجاتها المالية قصيرة الأجل؟.

فالمدير المالي لم يعد يقوم بوظيفة الاستشاري فقط بل أصبح عليه أن يقوم بإدارة أموال المؤسسة بفعالية وأمانة، وذلك من خلال تحقيق الأهداف الأساسية للمؤسسة بواسطة أداء مهامه على أكمل وجه، والمتمثلة فيما يلي:

- تحليل البيانات المالية وإعداد الخطط: وتعني عملية التحليل دراسة البيانات المالية وتحويلها إلى نمط أو شكل من المعلومات النسبية أو المطلقة، التي تفيد في معرفة الجوانب الإيجابية والسلبية وتقييم الواقع المالي والتشغيلي للمشروع خلال فترة زمنية معينة وتساعد عمليات التحليل على التخطيط المالي.

¹ دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، ص ص 24-25.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

- التخطيط المالي: ويكون ذلك من خلال التعرف على الاحتياجات المالية للمشروع وإعداد الخطط المالية الشاملة (الطويلة الأجل ذات الأهداف الاستراتيجية والقصيرة الأجل ذات الأهداف التشغيلية)، وتعد وظيفة التخطيط المالي من أهم الوظائف التي يقوم بها المدير المالي نظرا لاشتراكه في رسم السياسة طويلة الأجل الخاصة بالمؤسسة وعمليات التمويل في المستقبل، وبالتالي يؤدي إلى تحديد هيكل الأصول في المؤسسة ومكوناته في المستقبل.

- تحديد هيكل الأصول للمؤسسة: تعني بذلك تحديد العناصر المكونة للأصول وتوزيع هيكل الاستثمار في الأصول قصيرة الأجل والأخرى طويلة الأجل، وبعد ذلك يتم تحديد الحجم الأمثل للاستثمار في الأصول المتداولة والثابتة التي تؤثر بنتائجها على مستقبل المؤسسة، إضافة إلى أهمية متابعة تقدم الأصول الثابتة ومدى مساهمتها بشكل كفو في العمليات التشغيلية والحاجة إلى استبدالها وتجديدها أو توسيعها، ويكون ذلك عن طريق معرفة ما حدث سابقا للأصول وما يمكن أن يحدث مستقبلا في ضوء الخطة الاستراتيجية المستقبلية للمؤسسة.

- تحديد الهيكل المالي للمؤسسة: حيث ترتبط هذه الوظيفة بتحديد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي من خلال دراسة الخصوم وحقوق الملكية المعروضة في قائمة المركز المالي وتقييم واختيار وسائل التمويل المتاحة، وللمدير المالي دور كبير في تحديد المزيج الملائم للتمويل الطويل أو القصير الأجل، ويعد هذا التحديد من أهم العمليات التي تؤثر على قوة المركز المالي والائتماني للمؤسسة.

II. القرارات المالية في المؤسسة:

1- قرارات الاستثمار:

تعد القرارات الإستثمارية من أهم القرارات المالية الإستراتيجية التي تواجه مختلف المؤسسات، نظرا لعدم إمكانية تكراره أو عدم إمكانية الرجوع فيه وامتداد أثره لفترة طويلة، لهذا على إدارة المؤسسة عند اتخاذ مثل هذه القرارات القيام بتقييم مختلف البدائل الإستثمارية المتاحة بطريقة منهجية وعلمية حتى تتمكن من اختيار البديل المناسب الذي يحقق الأهداف المرسومة.

1-1- مفهوم الإستثمار:

- يمكن تعريف الإستثمار على أنه: "مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال إقتناء أصول تحقق فوائد فعلية نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول على تدفقات مالية مستقبلية آخذا بعين الإعتبار عنصري الزمن والمخاطرة"¹.

- كما يمكن تعريف الإستثمار بأنه: "استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، بحيث يكون الإستثمار مقبول إذا تطابق مع معايير المعمول بها أو حقق الأرباح المنتظرة"².
إجمالا الإستثمار عبارة عن تخصيص أو استخدام أموال حالية مقابل الحصول على عوائد مالية إضافية في المستقبل.

1-2- مفهوم القرار الإستثماري:

يقوم مفهوم القرار الإستثماري على مبدأ الرشادة الإقتصادية النابع أساسا من التخصيص الأمثل للموارد النادرة من خلال استثمارها في المشروع الذي يعطي أفضل عائد ممكن، مع الأخذ في الحسبان الفرصة الضائعة³.

فقرار الإستثمار هو القرار الذي يهدف إلى تحديد مبلغ الأم وال التي تستثمر، وكذا اختيار نوع الأصول التي تكون موضوع هذه الإستثمارات، ويترتب عن قرار الإستثمار أخطار على المؤسسة، نظرا للنتائج المستقبلية للمشاريع الإستثمارية التي لا تكون معروفة بدقة.

¹ يوسف خروبي، تقدير العائد والمخاطرة للإستثمارات باستخدام نموذج توازن الأصول المالية "دراسة حالة سوق مسقط سلطنة عمان) للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص15.

² إلياس بن ساسي، يوسف فريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص 313.

³ زهية حوري، تقييم المشروعات في البلدان النامية باستخدام طريقة الآثار، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007، ص13.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

كذلك يتمثل القرار الإستثمار في اختيار مجال أو نشاط معين تقوم به المؤسسة لتوظيف معظم الأموال التي بحوزتها فيه بغية الحصول على أعظم عائد ممكن خلال فترة زمنية معينة، لذا فهو يعتبر واحداً من أهم القرارات التي تحدد مسار هذه المؤسسات وماستؤول إليه نتائج أعمالها، مما يعنى مدى نجاح أو إخفاق المؤسسة في تحقيق أهدافها¹.

وفي الأخير يمثل القرار الإستثماري القرار الذي يتم على أساسه تحديد أفضل إستثمار بناء على العائد المتوقع من الإستثمار من بين عدة مشاريع استثمارية متاحة، وذلك طبقاً لدراسات يقوم بها متخذ القرار قبل عملية تحديد البديل الأفضل، حيث يختار البديل حسب الأهداف الموضوعة من طرف المؤسسة².

1-3- أنواع القرارات الإستثمارية:

يمكن تصنيف القرارات الإستثمارية حسب بعدين هما:

1-3-1- ظروف السوق: يواجه المستثمر حسب ظروفه وظروف السوق ثلاثة أنواع من القرارات الإستثمارية هي³:

- **قرار الشراء:** يلجأ المستثمر لهذا القرار عندما يرى أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة المحسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي، مما يولد لديه حافزاً لشراء الأصل الإستثماري سعياً وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلاً.

- **قرار التداول:** في هذه الحالة يكون المستثمر أمام أداة استثمارية يكون فيها السعر السوقي يساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة من وجهة نظر المستثمر، وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع التوقف عن البيع، فيكون القرار الإستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول.

- **قرار البيع:** يلجأ المستثمر لهذا القرار عندما يكون السعر السوقي لأداة الإستثمارية أكبر من القيمة الحالية لتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة، وبالتالي هذه الوضعية تحفز المستثمر على البيع رغبتاً في الحصول على أرباح. تخلق هذه الوضعية ظرفاً جديداً ينعكس على آلية السوق ليصل إلى نقطة

¹ جهاد ربحي عبد القادر الناطور، أثر تطبيق معايير بطاقة الأداء المتوازن على القرار الإستثماري في الشركات الصناعية الأردنية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، الأردن، 2005، ص 19.

² عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الإقتصادية لاتخاذ القرارات الإستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 37.

³ حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1998، ص 18.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

يصبح فيه المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فيتجه السعر السوقي للأداة الإستثمارية للهبوط مرة أخرى وهكذا تدور الدورة الإستثمارية.

1-3-2- البعد الزمني: يمكن تصنيف قرارات الإستثمار في ضوء البعد الزمني للعوائد المتوقع تحقيقها إلى ثلاثة قرارات هي¹:

- **القرارات الإستثمارية قصيرة الأجل:** تدور هذه المجموعة من القرارات حول الإستثمار في الموجودات المتداولة والتي تشكل جزءا مهما من حركة الإستثمار الداخلي في مؤسسات الأعمال، بل أن الجزء الأكبر من مسؤوليات الإدارة المالية تنحصر في تحديد حجم الإستثمار في الموجودات المتداولة ومكوناتها الأساسية، مثل النقد والإستثمارات المؤقتة والذمم المدينة والمخزون السلعي لارتباط هذا الجزء بقدرة المؤسسة على تحقيق وتعظيم عوائدها وفي تحديد وضمان السيولة المطلوبة، لذلك فالقرار السليم هو القرار الذي يتضمن الحجم الإقتصادي الأمثل لحجم الإستثمار في الموجودات المتداولة.

- **القرارات الإستثمارية طويلة الأجل:** تهتم هذه القرارات بالإنفاق الإستثماري طويل الأجل المتمثل في الأصول الثابتة والمعروف عن هذا النوع من القرارات المالية ارتباطه بنوع من الإستثمار الذي يتصف بضخامة المبالغ المستثمرة فيه وطول مدته ويتضمن عوائد سنوية لفترات طويلة في المستقبل وتتوقف عليه العملية الإنتاجية للمؤسسة.

إن قرارات الإستثمار في الموجودات طويلة الأجل تمثل التزام لمدة زمنية طويلة لا يمكن الاستغناء عنها أو التخلص منها بسهولة، فإن تمويل هذه القرارات هي في الحقيقة قرارات مالية استراتيجية لأنه تمثل إلتزام مالي كبير يخصص من أموال الوحدة الإقتصادية الذاتية، ويتم الحصول على الأموال عن طريق القروض طويلة الأجل مما يحملها تكلفة الحصول على هذه الأموال.

- **القرارات الإستثمارية الاستراتيجية:** تهتم هذه المجموعة من القرارات بالتخطيط الاستراتيجي للمؤسسة والمتمثل في الاتساع، النمو والثبات على الأسواق المحلية أو التفكير في الأسواق العالمية، وهذه القرارات لا تتضمنها القوائم المالية والكشوفات الملحقة بها وإنما تبدأ بالظهور في الفترات المستقبلية وعلى المدى الزمني الطويل.

¹ حمزة الشمخي، ابراهيم الجزراوي، مرجع سبق ذكره، ص ص19-20.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

1-4- المتطلبات الأساسية لقرار الاستثمار:

يتطلب اتخاذ قرار استثماري توفر مجموعة من المتطلبات الأساسية والتي نذكرها في الآتي:¹

1-4-1- وضع استراتيجية ملائمة للاستثمار: إن وضع استراتيجية مناسبة للاستثمار التي يتبناها المستثمر تعتمد على مؤهلات ومجالات التميز التي يبدع بها وإمكانية تطويرها وطبيعة البيئة المحيطة وسياسة السوق وإمكانية بناء الميزة التنافسية، وأن المراحل الأولى لهذه الإستراتيجية تكون ببناء الحصة في السوق من خلال تطوير الميزة التنافسية الحالية وخلق مزايا للتنافس المتميز واتباع استراتيجية الربح في ظل ثبات قوى التنافس في السوق من أجل زيادة العوائد المالية الحالية مع ضرورة اتباع استراتيجية إعادة التأهيل عند ضعف المركز التنافسي أو وجود أخطاء في تطبيق الاستراتيجية، والذي يتحدد وفق حاجاته والمقارنة التفضيلية بين العناصر الثلاث المحددة للاستثمار وهذه العناصر هي العائد، الربح، السيولة والأمان.

1-4-2- العائد المتوقع من الاستثمار: يكاد العائد على الاستثمار أن يكون أشهر الأدوات المالية المستخدمة في تقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية، فهو يمثل النسبة من الأموال المكتسبة (الأرباح أو الخسائر) والأموال المستثمرة، كذلك يمثل العائد على الاستثمار المبلغ أو النسبة الأرباح المتحققة من الاستثمار أو المحفز والمكافئ لكل استثمار يقوم به المستثمر. فالعائد على الاستثمار هو عائد متوقع أي تقدير للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار في حين يعد العائد المتوقع فعلاً هو حصة الإيرادات الناتجة من عملية الاستثمار.²

1-4-3- درجة الخطر المتوقع: تنشأ عن عملية الإستثمارية علاقة تبادلية بين العائد والمخاطرة، حيث من المتوقع أن تكون هناك علاقة طردية بينهما أي كلما زادت المخاطرة نتوقع أن يكون العائد أكبر والعكس صحيح، ولهذا على المستثمر أن يدرس المخاطر المترتبة على قيامه بالاستثمار لمعرفة ما يمكن تجنبه وما يمكن الاحتياط له.³

¹ خالد أحمد القصاص، استخدام منهج سيجما ستة في ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الفلسطينية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2014، ص 106-108.

² بداح محسن السبيعي، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2012، ص 28.

³ حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم " دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية الأردن، السعودية، وفلسطين"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص 61.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

1-4-4-4-العنصر الزمني: على المستثمر تحديد الفترة الزمنية للاستثمار أي هل يريد استثمار أمواله استثماراً قصيراً أم طويلاً الأجل، وذلك بالاعتماد على نوع الدخل الذي يرغب في تحقيقه خلال الفترة الزمنية.

1-4-5- مبدأ تعدد الخيارات الإستثمارية: ويقصد بها تعدد البدائل الإستثمارية المتاحة لهذا المستثمر، حيث يكون المستثمر في وضع قادر فيه على إجراء المفاضلة بين البدائل الإستثمارية واختيار البديل الإستثماري الأفضل الذي يتناسب مع الهدف الذي يسعى إلى تحقيقه، فكلما كانت البدائل كثيرة ومتعددة فإنها تعطي متخذ القرار مرونة أكبر وتمكنه من اتخاذ القرار الإستثماري الصائب.

1-4-6- مبدأ الملائمة: نعني به اختيار المشروع أو المجال الإستثماري المناسب، إضافة إلى الأداة الإستثمارية المناسبة في ذلك المجال بما ينسجم مع ظروف المستثمر سواء كانت فرداً أو مؤسسة، حيث يقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الإستثمار، والتي يكشفها التحليل الأساسي وهي:

➤ معدل العائد على الإستثمار؛

➤ مستوى السيولة التي يتمتع بها كل مستثمر وأداة الإستثمار؛

➤ درجة المخاطرة التي يتصف بها المشروع الإستثماري.

1-4-7- مبدأ التنوع في الإستثمارات: يقوم مبدأ التنوع على نظرية المحفظة الإستثمارية التي تدعو إلى القيام بتنوع الإستثمارات للمستثمر الواحد من خلال تعدد الأدوات الإستثمارية وكذلك في مجالات الإستثمار سواء أكان التنوع بأدوات ملكية أو أدوات دين أو مشتقات مالية ويهدف التنوع في الأدوات إلى التنوع في العوائد والمخاطر في محفظة المستثمر للوصول إلى هدف تحقيق أعلى عائد مطلوب بدرجة مخاطر تتناسب مع هذه المخاطر، وبذلك يعد التنوع في الإستثمار إحدى الوسائل التي تؤدي إلى تخفيض المخاطر.

1-4-8- مبدأ الخبرة والتأهيل: يتطلب القرار الإستثماري توفر الخبرة والكفاءة اللازمة عند متخذ القرار، فإذا كان المستثمر لا يملك الخبرة والدراية الكافية عليه الإستعانة بالكفاءات المالية التي لديها الخبرة في هذا المجال، والتي من شأنها أن تمكن هذا المستثمر من اتخاذ القرار المناسب للإستثمار من خلال تقديم كل ما يحتاجه من معلومات وتجهيئتها بالشكل الذي تمكنه من اتخاذ القرار السليم.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

1-5- العوامل المؤثرة على اتخاذ القرار الاستثماري:

تتأثر قرارات الاستثمار بعدة عوامل من بينها:¹

- نوعية الاستثمار الملائم الاستراتيجية المشروع في تحقيق معدلات النمو المطلوبة؛
- حجم الأموال اللازمة ومصادر تمويلها التي يجب أن تكون بأقل التكاليف بهدف زيادة ربحية المشروع؛
- درجة الخطر الذي تتعرض له التدفقات النقدية في المستقبل وطبيعة هذه المخاطر من حيث كونها مخاطر داخلية أو خارجية؛
- مدى ارتباط الاستثمار المقترح بالمشاريع الأخرى ودرجة استقلاليته عنها وتأثير ذلك على درجة الخطر الكلية للمشروع؛
- التنبؤ بحجم الإيرادات المتوقع الحصول عليها مستقبلاً ومدى تغطيتها للالتزامات المالية المترتبة على تنفيذ وتشغيل المشروع وتحقيق العائد المطلوب من قبل المستثمر؛
- دراسة البيئة الاقتصادية المحيطة بالمشروع ومدى إمكانية تطور واستقرار المشروع وكيفية التعامل مع عناصر البيئة.

2- قرارات التمويل:

يعتبر قرار التمويل من أعقد وأصعب المسائل التي تواجه المسير المالي في المؤسسة الاقتصادية إذ تقع على عاتقه مهمة تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة بأقل التكاليف الممكنة.

2-1- تعريف قرار التمويل:

يمكن إبراز مفهوم التمويل من خلال التعاريف التالية:

- التمويل لغة هو "الإمداد بالمال" و اصطلاحاً هو "مجموعة الأعمال و التصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع".
- كما يعرف أيضاً: "هو البحث عن الطرق المناسبة للحصول و الاختيار و تقييم تلك الطرق والحصول على المزيج الأمثل بينها بشكل يناسب كمية و نوعية الاحتياجات و التزامات المؤسسة المالية".²
- و كذلك يعتبر التمويل "كافة الأعمال التي يترتب عليها الحصول على الأموال و استثمارها لتحقيق عوائد مستقبلية".¹

¹ بداح محسن السبيعي، مرجع سبق ذكره، ص 42.

² هيثم محمد الزغي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2000، ص 77.

¹ عمار زيتوني، مصادر تمويل مؤسسات مع دراسة للتمويل البنكي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 09، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص 42

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

على ضوء التعاريف السابقة يمكن التوصل إلى أن التمويل هو كيفية إمداد المؤسسة أو العملية الاقتصادية بالأموال اللازمة، بواسطة مصادر تمويل ملائمة لها بأقل التكاليف وفي الوقت المناسب. إن قرار التمويل لا يخرج عن أي قرار في كونه اختيار بديل من عدة بدائل تمويلية، أي اختيار هيكل تمويل من بين عدة هياكل تمويلية، ويقع على عاتق السياسة التمويلية اختيار الهيكل الذي يحقق أقصى ربح ممكن. فقرار التمويل مرتبط ارتباطاً وثيقاً بقرار الاستثمار لأنه هناك مقارنة بين معدل مردودية المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله، وبما أن الموارد المالية للمؤسسة محدودة فيجب عليها أن تختار المشاريع الاستثمارية التي تضمن لها مردودية مرتفعة وذلك مع تكلفة منخفضة. فالقرار التمويلي الأمثل هو الهدف النهائي للسياسة التمويلية، ولتحقيق ذلك تعتمد السياسة التمويلية إلى تطبيق الخطوات والمراحل التالية:

- البحث عن كافة بدائل التمويل من مصادرها المختلفة.
- قياس تكلفة تمويل كل مصدر ومن ثم التكلفة الكلية.
- الإحاطة بمختلف المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل.
- اختيار مصادر التمويل التي تشكل هيكل التمويل التي تحقق أقصى ربح ممكن.

2-2- أنواع قرارات التمويل:

يمكن تصنيف قرارات التمويل في ضوء البعد الزمني إلى قرارات تمويلية طويلة الأجل وقرارات تمويلية قصيرة الأجل، والتي نتطرق إليها باختصار على النحو الآتي:¹

- **القرارات التمويلية قصيرة الأجل:** تدور هذه المجموعة من القرارات حول مصادر التمويل قصيرة الأجل، وكمية الأموال اللازمة، أي القرارات المتعلقة بالإستثمارات قصيرة الأجل التي تخص الموجودات المتداولة والتي تشكل جزءاً من حركة الإستثمار الداخلي.
- **القرارات التمويلية طويلة الأجل:** إذا تقرر استثماراً طويلاً الأجل فإن القرار التالي هو اختيار تمويل طويل الأجل (أسهم عادية، أسهم ممتازة وسندات)، وهذا القرار يتوقف على اختيار هيكل تمويل ملائم سليم هيكل يحقق حد أدنى من المخاطر وحداً أعلى من الربحية على حسب هدف المؤسسة كما يتوقف في نفس الوقت على تكلفة الأموال وأثرها. كذلك يرتبط قرار التمويل طويل الأجل بتحليل المصادر

¹ مبارك لسلوس، مرجع سبق ذكره، ص 175.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

المثلى وأثر كل مصدر على ربحية المؤسسة من جهة وعلى كفاءة استخدام المال العام ككل من ناحية أخرى.

2-3- المبادئ التي يجب مراعاتها عند اتخاذ قرار التمويل:

على متخذ قرار التمويل أن يأخذ بعين الاعتبار المبادئ التالية:¹

- ضرورة الموازنة بين المخاطرة والعائد: حيث لا يجب السعي إلى ضرورة المبادرة بمخاطر مالية جديدة مالم يكن هناك عائد إضافي متوقع من هذه العملية؛

- العبرة بالتدفقات النقدية وليس بالأرباح المحاسبية: بمعنى أن المدير المالي المحترف يجب أن يهتم بتوقيت الحصول على الأموال وتوقيت استثمارها وتوقيت الحصول على عوائدها، وتوقيت توزيعها كعائد على حملة الأسهم والملاك، حيث يجب إدراك حقيقة أن التدفقات النقدية وليس الأرباح هي التي يتم الحصول عليها بواسطة المؤسسة ويمكن إعادة استثمارها وفي المقابل تظهر الأرباح المحاسبية عند تحقيقها وليس عند مجرد الحصول على الأموال.

- الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود: من المبادئ الأساسية للتمويل أن النقود لها قيمة زمنية مصاحبة لها، فالدينار الذي يمكن الحصول عليه الآن أعلى قيمة من نفس الدينار الذي يمكن الحصول عليه العام القادم، لذلك من الأفضل السعي للحصول على الأموال كلما كان ذلك ممكناً؛

- كفاءة اسواق رأس المال: بما أن هدف التمويل هو تعظيم ثروة الملاك أو حملة الأسهم، حيث لا يمكن قياس هذه الثروة إلا من خلال كفاءة الأسواق المالية والسوق الكفو هو ذلك السوق الذي تعكس فيه قيمة الأصول والسندات في أي لحظة مقدار المعلومات المتاحة لدى الجمهور.

- التأثيرات الضريبية: بحيث يجب على المسير المالي الأخذ بعين الاعتبار التأثيرات الضريبية على أي قرار مالي، ومعنى هذا أن جميع التدفقات النقدية يجب أن تحسب بعد خصم الضرائب.

3- قرارات توزيع الأرباح:

3-1- مفهوم سياسة توزيع الأرباح:

قبل الدخول في تعريف سياسة توزيع الأرباح يجب معرفة مفهوم توزيعات الأرباح والتي تعني بأنها جزء من الأرباح التي يتم توزيعها على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في شكل نقدي أو غير نقدي، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية احتياجات

¹ هيثم محمد الزغبى، مرجع سبق ذكره، ص102.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

الملاك أو إرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة.

تعرف سياسات توزيع الأرباح بأنها معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، وتمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلاً جارياً، ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكاتهم الجارية من السلع والخدمات، وتؤثر سياسات توزيع الأرباح على سعر السهم السوقي ولذلك فإن السياسة المتلى لتوزيع الأرباح هي تلك السياسة التي تقوم على الموازنة بين التوزيعات الحالية وبين التوسعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق.¹

3-2- أنواع سياسة توزيع الأرباح:

تنقسم سياسة توزيع الأرباح إلى الأنواع الآتية:²

3-2-1- سياسة نسبة توزيع الأرباح الثابتة: تلجأ كثير من المؤسسات إلى اتباع سياسة نسبة توزيع الأرباح المستقرة أو الثابتة لكل سهم ولذلك فإن أي تغيير في مقدار الأرباح سواء بالارتفاع أو الانخفاض سوف لن يؤثر على مقدار الربح الموزع لكل سهم. وتعتمد الإدارة المالية على هذه السياسة عندما تتمكن من التنبؤ بإمكانية تحقيق الأرباح في المستقبل.

3-2-2- سياسة توزيع الأرباح المتبقية أو الفائضة: إن سياسة توزيع الأرباح المتبقية أو الفائضة تقوم على توزيع ما تبقى من الأرباح بعد احتجاز ما يلزم لتمويل المؤسسة للموازنة الرأس مالية، وتقوم هذه السياسة على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة على شرط أن يتم إعادة استثمارها بمعدل عائد يفوق المعدل الذي يستطيع المستثمرون من الحصول عليه من خلال استثمارات أخرى بديلة ذات مخاطر بنسب مماثلة.

3-2-3- سياسة توزيع الأرباح المنتظمة: تقوم سياسة توزيع الأرباح المنتظمة على أساس قيام المؤسسة بدفع توزيعات أرباح نقدية بنسبة ثابتة وبمبالغ منخفضة، لذا فإن المؤسسة حسب هذه

¹ عبد الحق قنون، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورصية للمؤسسات الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013، ص 07.

² عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية المتقدمة، دار البيازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص ص 460-462.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

السياسة تقوم بزيادة نسبة هذه التوزيعات عندما تحقق أرباح أعلى من معدلات أرباحها العادية خلال فترة زمنية محددة.

3-2-4- سياسة توزيع أرباح منتظمة منخفضة ومتزايدة: تقوم المؤسسة وفق سياسة توزيع أرباح منخفضة ومتزايدة بدفع معدلات ثابتة من توزيعات الأرباح وبنسب منخفضة، حيث تقوم المؤسسة بزيادة نسبة هذه التوزيعات عندما تحقق المؤسسة أرباح أعلى من معدل أرباحها العادية التي حققتها خلال فترة زمنية معينة.

3-2-5- توزيعات الأرباح في صورة أسهم: تتمثل توزيعات الأرباح على شكل أسهم بإعطاء المستثمر عدد معين من الأسهم بدلا من اعطائه توزيعات أرباح بصورة نقدية، حيث تتحدد حصة كل مستثمر من هذه التوزيعات وفقا لما يمتلكه من أسهم المؤسسة، ومن الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا فإن المؤسسات تتبع هذه السياسة عندما يرتفع السعر السوقي للسهم بمعدل عالي.

3-2-6- اشتقاق الأسهم تجزئة أو تقسيم الأسهم: إن عملية تجزئة أو اشتقاق الاسهم قد تتم من خلال سهمين جديدين مقابل سهم واحد قديم أو ثلاثة أسهم جديدة مقابل سهم واحد قديم أو سهم ونصف جديد مقابل سهم قديم أو أي معدل آخر يحدد من قبل المؤسسة.

3-2-7- إعادة شراء الأسهم: تقوم المؤسسة وفق سياسة إعادة شراء الأسهم بإعادة شراء أسهمها من الأسواق المالية، وأن السبب من وراء ذلك هو توزيع النقد على المساهمين، فطالما أن معدل الأرباح التي حققتها المؤسسة ذات معدل ثابت نسبيا فإن انخفاض عدد الاسهم التي يتم شراؤها يؤدي إلى زيادة ربحية السهم الواحد وبالتالي سوف يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم في الأسواق المالية.

3-3-3- محددات سياسة توزيع الأرباح:

توجد العديد من المحددات التي تؤثر على قرار توزيعات الأرباح أو استبقائها، حيث يمكن إيجازها كما يأتي:¹

3-3-1- القيود القانونية: تتأثر إمكانية وقدرة الشركة إلى حد كبير بالقواعد والقيود القانونية، والتي تتحكم في قرارات سياسة توزيع الأرباح، وحيث أن هذه القواعد والقيود القانونية التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح تختلف من وقت لآخر وكذلك من مكان لآخر.

3-3-2- الحاجة إلى التوسع والاستثمار: يتطلب التوسع والاستثمار قيام المؤسسات بجمع إمكانياتها المالية وهذا يتطلب توفر الأموال اللازمة لذلك التوسع، إذ أن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية مما يؤدي بالمؤسسة إلى قيامه باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها.

3-3-3- الحاجة لتسديد الديون: تسعى المؤسسات في بعض الأحيان لتمويل نشاطاتها من خلال الحصول على القروض من الغير وستكون هذه المؤسسات ملزمة بسداد مبالغ القروض وفوائدها بتاريخ الاستحقاق بالتالي فإن هذه القروض وخاصة عندما تكون قروض ذات الأجل الطويل قد تضع قيودا على توزيع الأرباح النقدية وتكون هذه القيود عادة لحماية المقرضين.

3-3-4- الاعتبارات الضريبية: من ضمن الاعتبارات التي تقوم المؤسسة بتحليلها هي الوضع الضريبي للمالكين، فإذا كان غالبية المساهمين من أصحاب الدخل العالية (بحيث يخضعون لمعدلات ضريبية مرتفعة)، فإنه من المحتمل أن تراعي سياسة توزيع الأرباح ذلك، وتقلل من نسبة توزيع الأرباح بحيث يتم تأجيل المحاسبة الضريبية لحملة الأسهم لهذه الأرباح حين بيعها ويكون العكس صحيح.

3-3-5- معدل النمو: إن نسبة دفع المؤسسة توزيعات أرباح تؤثر سلبا على قدرة المؤسسة للحصول على أموال بغرض التوسع في النمو، ويشير إلى وجود علاقة مباشرة بين متطلبات النمو والتمويل، حيث كلما كانت معدلات النمو عالية كلما ازدت حاجة المؤسسة إلى التوسع في التمويل أي أن المؤسسة التي تتوقع زيادة احتياجاتها المالية في المستقبل تقوم باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها.

¹ سالم طلال الحساوي، مرجع سبق ذكره، ص ص 314-318.

3-4-4- النظريات المفسرة لأثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة:

توجد العديد من النظريات التي ناقشت سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات ومن أهم هذه النظريات: ¹

3-4-4-1- نظرية عدم ملائمة التوزيعات: وضعت نظرية عدم ملائمة التوزيعات من قبل ميلر وموديليان M&M عام 1961، ووفقا لهذه النظرية أن قيمة المؤسسة تتحدد بالأرباح التي تقوم المؤسسة بتحقيقها. وأن يتم تحديد قيمة المؤسسة قبل اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل في إطار الهيكل الأمثل وليس عن طريق قرار توزيع الأرباح. أي أن قيمة المؤسسة لا تؤثر على أسلوب أو قرار توزيع الأرباح والتي تكون بشكل نقدي أي على شكل توزيعات نقدية أو على شكل أرباح محتجزة يعاد استثمارها مرة أخرى.

3-4-4-2- نظرية العصفور في اليد: جاء بهذه النظرية جون لنتر وميرون غوردن (Myron Gordon & John Litner) وتشير هذه النظرية الى وجود علاقة ما بين أداء المؤسسة وتوزيعات الأرباح حيث يعتقد المستثمرون أن الأرباح الحالية هي أقل خطورة من الأرباح المحتملة في المستقبل ولذلك فإن المستثمرين يفضلون الحصول على الأرباح الحالية.

3-4-4-3- نظرية التفضيل الضريبي: تنص نظرية التفضيل الضريبي على أن الاختلاف في المعدلات الضريبية للأرباح التي يتم توزيعها والأرباح الرأسمالية تلعب دورا كبيرا في تفضيل المساهمين لعملية احتجاز الأرباح وذلك بسبب أن الأرباح التي يتم توزيعها تخضع لضريبة أعلى من معدلات الضريبة على الأرباح الرأسمالية والناجمة من بيع الأسهم. ولذلك فإن المستثمرين يفضلون احتجاز الأرباح وذلك لما يترتب عليه من زيادة في سعر السهم السوقي وبالتالي تحقيق أرباح رأسمالية.

3-4-4-4- فرضية المحتوى المعلوماتي (الإشارة): تنص هذه النظرية على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب الفائض، الفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارة نوعية وكمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل تبحث الفئة الثانية عن أحسن استثمار لفوائضها المالية، كما نصت هذه النظرية على اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيعات الأرباح وسعر السهم سواء

¹ سالم طلال الحناوي، الإدارة المالية الحديثة، دار الرضوان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، ص ص 306-308.

الفصل الثاني: القرارات المالية الاستراتيجية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي

بالزيادة أو بالنقصان، ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح، حيث يستدل منها عن مضمون هذه التوزيعات.¹

3-4-5- أثر العميل: تشير هذه النظرية إلى أن هناك اختلاف في تفضيلا المستثمرين لسياسة التوزيعات، فهناك من يفضل توزيعات منخفضة، وهناك من يفضل توزيعات مرتفعة، وبالتالي المستثمرون يختارون الأسهم وفق سياسة التوزيعات المرجوة، وعلى المسيرين اختيار الاستثمارات دون مراعاة تفضيلات المستثمرين، وكلما زاد عدد المستثمرين الذين يفضلون سياسة توزيع معينة ارتفعت القيمة السوقية لأسهم المؤسسات التي تتبع تلك السياسة.

3-4-6- نظرية الوكالة: حسب هذه النظرية تعد التوزيعات سلاحا لضبط سلوك المسيرين، ويمكن تفسير تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة بسبب وجود مشاكل الوكالة بين المسيرين والمساهمين والدائنين للمؤسسة، فهي تحاول البحث في كيفية تقليل تكاليف الوكالة وتعارض المصالح بين الملام والمسيرين، وبذلك تدفع بالمسيرين نحو رعاية مصالح المساهمين بتعظيم قيمة المؤسسة.²

¹ عبد القادر بريش، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، المجلد 05، العدد 02، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2013، ص 13.

² المرجع نفسه، ص 13.

1. الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة:

1- مفاهيم أساسية حول القيمة:

يختلف مفهوم القيمة من القيمة الاقتصادية والقيمة المحاسبية والقيمة المالية ويمكن توضيح ذلك كمايلي:

- ارتبط مفهوم القيمة بعدة جوانب، الجانب الأول يعكس وجهة نظر المستهلك الذي يركز على القيمة الإستعمالية، هذه الأخيرة تتمثل في المنفعة أو الإشباع الذي يمكن تحقيقه من استخدام السلعة أو الخدمة، فهي تختلف من شخص لآخر، وهذا ما يعكس الجانب الذاتي للقيمة، أما الجانب الثاني فيعكس وجهة نظر المنتج، الذي يركز على التكاليف الضرورية للحصول على السلعة أو الخدمة وهو ما يعكس الجهد المبذول، ويتمثل الجانب الثالث في القيمة التبادلية التي تعكس التفاعل بين جوانب العرض والطلب في السوق¹.

- كما عالج الفكر المحاسبي مفهوم القيمة من خلال تصنيف ما أورده الفكر المحاسبي في مجال القياس المحاسبي للقيم إلى مدخلين رئيسيين يحتوي كل منهما على أكثر من طريقة يتم اتخاذها كأساس للقياس، كمايلي²:

➤ مدخل التكلفة في القياس المحاسبي: يعتمد هذا المدخل في تقييم على أساس التكاليف التي تم إنفاقها للحصول على الأصل/الخصم، وذلك بتكلفة الحيازة للعناصر المحصل عليها من خارج المؤسسة، وتكلفة الإنتاج للعناصر المنتجة بواسطة إمكانيات المؤسسة نفسها، وذلك باستخدام أسلوبين هما: طريقة التكلفة التاريخية، طريقة التكلفة التاريخية المعدلة.

➤ مدخل القيمة في القياس المحاسبي: يعتمد مدخل القيمة في تقييم للمؤسسات على أساس مفهوم القيمة في عملية التقييم المحاسبي، وذلك من خلال طرق القياس الآتية: طريقة التكلفة الاستبدالية الجارية، طريقة محاسبة التحديث المستمر، طريقة الدخل المتوقع.

- يرجع الفضل في ظهور مفهوم القيمة الذي يعد أساس النظرية المالية إلى الاقتصادي John Bur Williams سنة 1938، حيث بين أن قيمة أي أصل (مادي أو مالي) تتحدد انطلاقاً من قيمة جميع التدفقات المالية المقدرة التي يطرحها هذا الأصل. وتعود أصول هذه الفكرة إلى أعمال الاقتصادي

¹ فراح خالدي، مطبوعة مستوفاة لمقياس التقييم المالي للمؤسسة- محاضرات مدعمة بمسائل تدريبية-، مطبوعة بيداغوجية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، دون سنة نشر، ص 09.

² هواري سويس، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص 22.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

Irving Fisher الذي وضع سنة 1907 أسس تحليل القيمة المالية التي تعتبر ركيزة نظرية الاستثمار. وما ينبغي الإشارة إليه، هو أن أحد لم يسبق الاقتصادي John Bur Williams تطوير المفهوم بشكله الكامل وخاصة عند تحديد القيمة الجوهرية للسهم عن طريق ما يعرف بنموذج استحداث توزيعات الأرباح، والذي أدخلت عليه تحسينات من طرف M.J.Gordon و E.Shapiro في 1956 حيث أصبحت قيمة السهم بمقتضاها تساوي مجموع توزيعات الأرباح المستحدثة مضافا إليها معدل نمو الأرباح. كما نجد أنه ابتداء من سنة 1958 تاريخ ظهور مقال Modigliani et Miler حول تكلفة رأس المال، مالية المؤسسة ونظرية الاستثمار الذي يعتبر ثورة في مجال مالية المؤسسة حيث بدأت النظرية المالية تدرس بشكل عام وبدقة أكثر موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة، حيث تمت دراسة نوعين من القرارات المالية في تأثيرها على قيمة المؤسسة علاوة على قرارات الاستثمار والمتمثلين في الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح¹.

2- أشكال القيمة:

وجدت عدة أنواع للقيمة يمكن حصرها فيما يلي²:

- القيمة السوقية العادلة: تتمثل في المبلغ المعبر عنه نقدا أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب وتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه.
- القيمة الاستثمارية: عبارة عن القيمة الحالية المنافع المستقبلية التابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين.
- القيمة الدفترية: بالنسبة لأصل معين فهي التكلفة التاريخية ناقص الاحتلال المتراكم أما بالنسبة لمؤسسة تكون القيمة الدفترية هي مجموع القيم الدفترية لكل الأصول الفردية ناقص القيمة الدفترية للخصوم الفردية.
- قيمة شهرة المحل: تعتبر شهرة المحل نوعا خاصا من الأصول غير المادية ويمكن تعريفها على أنها مجموعة الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب الزبائن إلى مؤسسة أعمال معينة وهي في جوهرها تتوقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب.

¹ فراح خالدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 12-13.

² رانية كوش رابحي، إبراهيم بومزايد، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 10، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، 2018، ص ص 370-371.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

- قيمة التصفية: وهي صافي المبالغ النقدية التي يمكن الحصول عليها عند بيع الأصول مطروحا منها الخصوم.

- قيمة الإحلال: القيمة الاحلالية للأصل هي تكلفة تملك أصل جديد ذي منفعة مساوية وتقدير التكلفة الاحلالية يأخذ في الاعتبار الكيفية التي سيتم بها استبدال الأصل بمواد أحدث وتكنولوجيا متطورة.

- قيمة النفاية أو القيمة المتبقية: وهي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك الحالي ويتقرر إخراجها من الخدمة.

3- مداخل تحديد قيمة المؤسسة:

يعرف تقييم المؤسسة بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة والتي يمكن أن يعبر عنها بالأموال الخاصة. والتي تحدد بصافي قيمة الأصول والمتمثلة في الفرق بين قيمة الأصول الاقتصادية وقيمة المديونية الصافية بعد تقييمها، أي قيمة الثروة المستثمرة من طرف المساهمين¹.

كما عرفها مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكية على أنها عبارة عن تخصيص أرقام لعناصر معينة أو الأحداث وفقا لضوابط معينة، كما يمكن اعتبارها عملية مقارنة الهدف منها الحصول على معلومات دقيقة تؤدي إلى إمكانية تفضيل بديل على حساب آخر في حالة اتخاذ القرار².

تتطلب إجراءات تحديد قيمة المؤسسة الاهتمام بالعديد من الجوانب المتعلقة بالمؤسسة محل التقييم، وذلك من خلال جمع مختلف المعلومات المتعلقة بها وتحليلها، حيث توجد ثلاث مناهج أساسية وهي³:

3-1- منهج الأصول: في هذا المنهج يتم تحديد قيمة المؤسسة اعتمادا على قيمة أصولها الصافية بعد خصم التزامات، وهذا من خلال ما يتم عرضه في الميزانية المحاسبية والتي تكون فيها مختلف البنود مسجلة بالقيم الدفترية مما يفرض ضرورة القيام بسلسلة من التعديلات من أجل الوصول إلى القيمة السوقية، سواء لأصول المؤسسة أو التزامات.

3-2- منهج الدخل: يقوم هذا المنهج على تقييم حصة الملكية التي تعتبر استثمارا يمكن قياسه كغيره من الاستثمارات، حيث تحسب القيمة على افتراض أن قيمة حصة ملكية ما تساوي مجموع القيم الحالية للمنافع الاقتصادية المتوقعة لامتلاك تلك الحصة، فقيمة المؤسسة إنما تمثل دالة لثلاث متغيرات أساسية، والمتمثلة في تدفق المنافع الاقتصادية والتي غالبا تمثل بالتدفق النقدي، إضافة إلى إمكانية نمو المؤسسة

¹ رانية كوثر رابحي، إبراهيم بومزايد ، مرجع سبق ذكره، ص371.

² ريتشارد شرويد وآخرون، تقييم المؤسسة، ترجمة خالد علي احمد كاجيجي، دار المريخ، السعودية، 2006، ص 01.

³ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص486.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

على المدى القصير والبعيد، مع ضرورة مراعاة المخاطر المرتبطة باستلام المنافع بالمبالغ وفي الأوقات المتوقعة والذي يعكسه معدل الخصم، ومن بين أهم الطرق التي المنفعة هذا المنهج يمكن ذكر طريقة التدفق النقدي المخصوم لإيرادات الفترة الواحدة، نموذج خصم أرباح الأسهم.

3-3 منهج السوق: يعتبر المبدأ الأساسي لهذا المدخل أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال مقارنتها بمؤسسات معيارية ذات قيم معلومة، والتي تتحدد إما عن طريق تداول أوراقها المالية في البورصة، أو تحديد قيمة هذه الأخيرة مقدما. وتعتبر المعلومات المالية المستخدمة من حيث نوعيتها وكميتها أهم مؤثر في القيمة التي يتم الحصول عليها من خلال الاعتماد على هذا المدخل، وذلك بالعمل على استخراج مجموعة من النسب والمعايير المستخدمة في تقدير قيمة المؤسسة إنطابقا من الميزانية المحاسبية؛ قائمة الدخل... الخ، لكن غالبا لا تكون هذه المعايير الكمية وحدها كافية إذ يتوجب العمل على دراسة مختلف الجوانب النوعية من خلال الإدارة ومدى نموها واتساعها وكذا خدمات المنتج، وهذا من أجل تحديد قيمة المؤسسة بالدقة اللازمة.

4- طرق تحديد قيمة المؤسسة:

4-1- طرق التقييم المرتكزة على الذمة المالية:

نتناول مختلف طرق المستخدمة في تحديد قيمة المؤسسة والتي تعتمد على ما تمتلكه المؤسسة وتضم مقارنة الذمة المالية مجموع من الطرق تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية، حيث تعتمد أساسا على ذمة المؤسسة، أي ميزانيتها المحاسبية، وعند الحاجة الملاحق. وتتمثل في¹:

4-1-1- طريقة الأصل الصافي المصحح ANCC: يعرف الأصل الصافي المحاسبي المصحح بالقيمة الحقيقية أو الاستعمالية وتعبر هذه الأخيرة عن رأس المال الضروري لاستبدال موجودات المؤسسة حسب وضعيتها الحالية، كما تركز هذه الطريقة على مبدأ تقييم بنود الموجودات حسب القيمة السوقية لها على اعتبار أن المؤسسة محل التقييم مستمرة على العموم في نشاطها.

القيمة المصححة للمؤسسة = قيمة صافي الأصول المصححة - قيمة الديون المصححة

4-1-2- القيمة الجوهرية: وتعرف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستثمارية مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول (الممتلكات والحقوق) التي تكون الذمة المالية للمؤسسة، وتتميز هذه القيمة عن الأصل الصافي المحاسبي المصحح في استقلال العناصر المكونة لها عن نمط تحويلها ووضعيتها القانونية،

¹ رانية كوثر راجحي، إبراهيم بومزايد، مرجع سبق ذكره، ص ص 375-376.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

وموجهة لاحتياجات الاستغلال بالمؤسسة. ويمكن حساب القيمة الجوهرية انطلاقاً من الأصول المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية، مضافاً إليها العناصر الضرورية للاستغلال التي لا تملكها المؤسسة العتاد المحصل عليه بواسطة القرض الإيجاري)، أخذين بعين الاعتبار القيمة الحالية الأقساط الإيجار والمستأجر والمستعار المتعلقة بما في جانب الخصوم، مع إضافة مصاريف الاستثمار الضرورية والأتعاب لتكملة وتحديد والحفاظ على المعدات، كما يجب استبعاد العناصر التي تملكها المؤسسة وغير الضرورية للاستغلال. وعليه، يمكن حسابها على النحو التالي²:

القيمة الجوهرية الإجمالية = الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية + مصاريف الاستثمار
الضرورية للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية التكملة وتحديد والحفاظ على المعدات -
العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال

4-1-3- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال: يعتبر البديل الذي جاء على الانتقادات والخلط الذي يكتنف طريقة القيمة الجوهرية خصوصاً ما يتعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال وتتلخص فحوى هذه الطريقة في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال وتكتب على الشكل التالي¹:

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة للاستغلال + القيم الثابتة لقرض الإيجار + القيم الثابتة المستأجرة والمستعارة + الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال

4-1-4- طريقة الأصل الصافي المحاسبي ANC: تحسب قيمة المؤسسة باستعمال هذه الطريقة انطلاقاً من المعلومات التي توفرها الميزانية وتعطي قيمة محاسبية بسيطة للمؤسسة هي عبارة عن الوضعية الصافية لها تبعا للعلاقة التالية:

قيمة المؤسسة = (مجموع الأصول - مصاريف التأسيس) - مجموع الديون

4-1-5- طريقة الأصل الصافي المعاد تقييمه ANCr: تعتبر هذه الطريقة امتداداً للطريقة السابقة إلا أنها تأخذ في الحسبان أثر ارتفاع المستوى العام للأسعار (التضخم)، على اعتبار أن الأصول مقيمة بالتكلفة التاريخية لها ويستعمل لإعادة التقييم إما المؤشر العام أو المؤشر القطاعي الذي يأخذ في الاعتبار

² Brilman, J. M. , Manuel d'évaluation des entreprises, Les edition d'organisation, Paris,1993 ,P93.

¹ Tchemeni, E. , Evaluation des entreprises, Edition Economica, Paris,P107.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

الخصوصيات القطاعية للشركة محل التقييم، كما يجب إجراء تعديلات على قيم بعض بنود الأصول والخصوم وبذلك تصبح العلاقة كالتالي:

$$\text{قيمة المؤسسة معدلة} = \text{مجموع الأصول معدلة} - \text{مجموع الديون معدلة}$$

4-2- مقاربات التدفقات النقدية:

عملا بمبدأ النظرية المالية القاضية بأن قيمة أصل ما تساوي القيمة الحالية للتدفقات الممكن أن تنتج عن استغلال هذا الأصل، ونحصل على قيمة المؤسسة بحساب القيمة الحالية للتدفقات المتوقع أن تتولد عن استغلال هذه المؤسسة، وذلك باستعمال معدل تحيين يعكس المخاطر وعدم التأكد المرتبطة بتحقيق المردودية مستقبلا.

4-2-1- فائض القيمة: يتم الحصول على قيمة المؤسسة حسب هذه الطريقة بإضافة قيمة هذه الأخيرة إلى القيمة الدفترية الصافية المعدلة. وذلك وفقا للعلاقة التالية:¹

$$V = ANCC + GW$$

V : Valeur de l'entreprise

ANCC : Actif net comptable corrigé

GW : Goodwill

4-2-1-1- الطريقة غير المباشرة لحساب فائض القيمة: حاولت الطرق غير المباشرة تجاوز القصور الذي تم تسجيله على مدخلي الذمة المالية والمردودية عند اعتماد كل منها على حدى، وذلك عبر إدخالها لمفهوم القيمة الكلية للمؤسسة التي تتكون من قيمة المردودية وقيمة إحدى طرق الذمة المالية. وتسمى بطريقة الممارسين أو الطريقة الألمانية، يعتبر أصحاب الطريقة أن فائض القيمة يمثل الفرق بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية الأصل الصافي المحاسبي المصحح ANCC أو القيمة الجوهرية الإجمالية VSB . وتعطى الصيغة التي تحسب فائض القيمة على النحو التالي:²

$$V = ANCC + GW$$

$$GW = V - ANCC$$

¹ LA BRUSLERIE, H. *Analyse financière : Information financière, évaluation, diagnostic*. 5ème édition. Paris, DUNORD, 2014,P132.

² MAUGUIERE Henri, *l'Evaluation des Entreprises Non Cotées*, édition Dunod, Paris,1990.P36.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

ومنه قيمة الإجمالية للمؤسسة تحسب وفقا للعلاقة التالية:

$$V = ANCC + \frac{1}{2i} (CB - i * VSB)$$

حيث:

B: الربح المتوقع

i: سعر الفائدة

V: القيمة الإجمالية للمؤسسة

CB: القدرة الربحية

4-2-1-2-2- الطريقة المباشرة لحساب فائض القيمة: توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة

أهمها:¹

4-2-1-2-1- الطريقة الأنجلوسكسونية: تعرف هذه الطريقة باسم طريقة الربح السنوي وهي المداخل

أو الأرباح الناتجة عن استغلال الأصول المعنوية، حيث نفترض أنها ثابتة و تؤول إلى اللانهاية، ومن ثم

حساب فائض القيمة على الشكل التالي:

$$\begin{aligned} GW &= \frac{1}{t} (CB - i * VSB) \\ V &= ANCC + \frac{1}{t} (CB - i * VSB) \\ v &= ANCC + \frac{1}{t} (B - i * ANCC) \end{aligned}$$

حيث:

i: سعر الفائدة دون خطر

t: معدل استحداث بخطر يكون أكبر من 1 .

4-2-2-1-2- طريقة الخبراء المحاسبين: حسب هذه الطريقة فإن قيمة الأموال الخاصة تكون وفق

العلاقة التالية:

$$\begin{aligned} GW &= \sum_{k=0}^n \frac{B_k - i * ANCC}{(1+r)^k} \\ V_p &= VC + \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+r)^t} \end{aligned}$$

¹ Corhay Albert ،Mbangala Mapapa, **Fondement de gestion Financiere** , Les edition de l universite de liege, 2007, P107.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

4-2-2-2- القيمة السوقية المضافة: تعرف القيمة السوقية المضافة بأنها الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للسهم، وتعطي تقييماً شاملاً لأداء المؤسسة منذ نشأتها وحتى تاريخ قياس قيمتها السوقية، ويتم تقديرها من خلال الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية للسهم مضروباً في عدد الأسهم، وتعكس مدى قدرة الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين. تحسب القيمة السوقية المضافة لمجموعة من السنوات؛ حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم، وذلك كما يلي¹:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+CMPC)^t}$$

حيث:

MVA: القيمة السوقية المضافة

EVA_t: القيمة الاقتصادية للفترة t

CMPC: تكلفة رأس المال

4-2-3- الطرق المرتكزة على مقارنة الربح: تعتمد هذه الطريقة في تحديد قيمة المؤسسة على استحداث متوسط الربح المتوقع بمعدل تحيين معين، وهي أكثر الطرق استعمالاً من طرف الخبراء، وتتحسب وفق العلاقة التالية²:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+I)^t}$$

حيث:

V: قيمة المؤسسة

B: متوسط الربح المتوقع

t: مدة التحيين

I: معدل التحيين

4-2-4- طرق التقييم المعتمدة في تحيين أرباح الأسهم: تهدف هذه الطرق إلى تحديد قيمة السهم مع الأخذ بعين الاعتبار توزيعات الأرباح المتوقعة وسعر إعادة التنازل عن هذا السهم في المستقبل.

¹ هواري سويس، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، المجلد 07، العدد 07، مجلة قاصدي مباح ورقلة، الجزائر، 2009-2010، ص 62.

² MAUGUIERE Henri, op-cit, P40.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

4-2-4-1- نموذج Irving Fisher: يفترض عند تقدير القيمة العادلة للسهم، أن القيمة العادلة دالة للقيمة المخصصة لتوزيعات الأرباح المتوقعة في المستقبل التي يتم خصمها بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر لتعويض حالات عدم التأكد لتلك التوزيعات النقدية وفقا للصيغة التالية¹:

$$P_0 = \sum \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

حيث:

P_0 : القيمة العادلة للسهم

D_t : مقسوم الأرباح المستقبلي للفترة t

K : معدل العائد المطلوب

4-2-4-2- نموذج النمو الصفري: الافتراض الرئيسي لنموذج النمو الصفري ثبات لتوزيعات الأرباح المتوقع في المستقبل، أي أن توزيعات الأرباح الحالية مساوية لتوزيعات الأرباح المستقبلية ولجميع الفترات، وعليه فإن معدل النمو في مقسوم الأرباح النقدي مساوي للصفر. ووفقا للصيغة التالية²:

$$P_0 = \frac{D_0}{K}$$

4-2-4-3- نموذج النمو الثابت: طور هذا النموذج من قبل Gordon عام 1963، فضلا عن افتراض أن مقسوم الأرباح للسهم الواحد ينمو بمعدل ثابت وعلى وفق الصيغة الآتية³:

$$P_0 = \frac{D_1}{K - g}$$

حيث:

g : معدل النمو لتوزيعات الأرباح

4-2-4-5- مضاعف السعر إلى العائد PER: يهدف إلى إيجاد قيمة أصل بدلالة عدد المرات الواجب تحققها من العوائد لتغطية قيمته. ويمثل المضاعف مقلوب معدل المردودية، وتطبق في مجال تقييم المؤسسات بشكل عام عدة مضاعفات تعكس الأوضاع المختلفة لعمليات التقييم والهدف من ورائها، أما في مجال تقييم أسهم الشركات لأغراض اتخاذ القرار في إطار الاستثمار في الأوراق والذي يعد من بين المؤشرات الهامة PER المالية، فغالبا ما يتم اللجوء إلى استعمال مضاعف السعر إلى العائد التي يتم

¹ فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 173 .

² فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، 2008، ص 96 .

³ المرجع نفسه، ص 97.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

حسابها وتتبعها في بورصات القيم لجميع المتعاملين فيها. ويتم حساب مضاعف السعر إلى العائد على النحو الآتي:

$$PER = \text{ربح السهم} \div \text{سعر السهم}$$

4-2-6- الطرق المرتكزة على مقارنة التدفق النقدي: يمثل الفرق بين النقدية المحصلة والنقدية المدفوعة خلال فترة زمنية معينة. وهو ما يسمى بالقدرة على التمويل الذاتي، الذي يمثل مجموع الموارد التي تم تحقيقها من مزاولة نشاط المؤسسة، وتضم هذه الموارد الربح الصافي ومخصصات الإهلاكات والمؤونات، حيث¹:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VF}{(1+k)^t}$$

حيث:

VE: قيمة المؤسسة

CF_t: تدفقات الخزينة للسنوات المعتمدة في التقييم

VF: القيمة المتبقية للمؤسسة

ثم يتم حساب تدفقات الخزينة المتاحة لكل سنة

التدفق النقدي = النتيجة العملياتية بعد الضريبة + مخصصات الإهلاك والمؤونات + التغير في احتياجات رأس المال العامل - الاستثمارات الجديدة

حساب القيمة النهائية والتي تمثل هذه القيمة التدفق النقدي الإضافي لسنة الأخيرة حسب خطة العمل المحددة من طرف المقيم، وفقا للعلاقة التالية:

$$VF = \frac{CF_{t+1}}{k - g}$$

حيث:

g: معدل النمو

CF_{t+1}: تدفق السنة الأخيرة

VF: القيمة النهائية للمؤسسة

¹ Simon PARIENTE, *Analyse financière et évaluation d'entreprise, méthodologie-diagnostic* prix d'offre, Pearson France, 2013, PP 243- 247

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

في هذه المرحلة الأخيرة يقوم المقيم بتحيين قيمة التدفقات النقدية الحرة وذلك باستعمال معدل تحييين يتم تحديده بالاعتماد على معدل العائد دون المخاطرة وعلاوة المخاطرة، وعادة ما يكون تكلفة الأموال الخاصة، وتتحدد قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة كما يلي:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{التدفقات النقدية المحينة} - \text{الديون الصافية}$$

II. أثر اختيار تكاليف التمويل في قيمة المؤسسة الاقتصادية:

1- الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية:

1-1- مفهوم الهيكل المالي:

- توجد عدة تعاريف متقاربة وتصب في نفس معنى الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية نذكر منها:
- يعرف الهيكل المالي للمؤسسة على أنه: " هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف ميزانية المؤسسة"¹.
 - كما يقصد بالهيكل المالي: " تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل"².
 - يتمثل الهيكل المالي للمؤسسة في نسبة مختلف مكونات رأس مال المؤسسة من مختلف التمويلات لممارسة نشاطها الإنتاجي وتمويل مختلف عملياتها بشرط أن تكون هذه المصادر أقل تكلفة للمؤسسة مما يؤدي إلى تعظيم أرباحها.

1-2- مكونات الهيكل المالي للمؤسسة:

هناك عدة مصادر يمكن أن يتشكل منها الهيكل المالي لأي مؤسسة وتشمل:

- 1-2-1- أموال الملكية: وهي من أهم مصادر التمويل في المؤسسة، فهي تحقق هامش الأمان للمساهمين كما أنها تستعمل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل والدائمة وتضم:³
 - الأسهم العادية: يعبر هذا النوع من الأسهم عن رأس المال الأصلي الذي تم تأسيس الشركة بموجبه، حيث يحصل حامل السهم العادي على الأرباح في حال تحقيقها.
 - الأسهم الممتازة: تتشابه الأسهم الممتازة مع الأسهم العادية في كون كليهما أموال الملكية في شركة المساهمة وكذلك أن الشركة غير ملزمة بدفع عائد محدد على هذا النوعين من الأوراق المالية لأن توزيع الأرباح يتوقف على تحقيق الشركة للأرباح وكذا رغبته في توزيع هاته الأرباح.

¹ محمد حيدر موسى، محددات هيكل التمويل لدى شركات الاتصالات النغالية الوطنية في الوطن العربي: دراسة مقارنة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، غزة، 2012، ص19.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، ص524.

³ نشأت حكمت عليوي، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2019، ص16.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

- الأرباح المحتجزة: عند الحديث عن الأرباح غير الموزعة تأتي هنا مشكلة توزيع هاته الأرباح، لأن المساهمين يفضلون في كثير من الأحيان الحصول على عائدات أسهمهم التي اكتتبوها، ولذلك فإن هناك ضرورة لتوزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين العاديين لكي لا يفكروا بنقل ملكيتهم الى مؤسسة أخرى وهذا ما يساعد على المحافظة على قيمة الأسهم الاسمية وزيادتها لأن التوزيع يشجع المستثمرين الجدد على الاكتتاب في الشركة وإعادة توظيف الجزء المتبقي.

1-2-2- مصادر التمويل طويلة الأجل: وتشمل:¹

- السندات هي عبارة عن قروض طويلة الأجل إلا أن هذا القرض ينقسم الى أجزاء صغيرة متساوية في القيمة يطلق على كل منها اسم السند وتعتمد شركات المساهمة السندات كمصدر رئيسي في تمويلها، رغم أنه يمكنها الحصول على تلك الأموال عن طريق إصدار الأسهم بنوعيتها، بالإضافة إلى ذلك تؤدي السندات الى زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة واستخدام أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة.

- القروض طويلة الأجل: تضم الديون طويلة الأجل عدة أنواع من السندات والمتمثلة في سندات الدين غير المضمونة أو العادية بالإضافة إلى سندات الدين المضمونة أو سند الدين نظير الرهن، أو السندات القابلة للتحويل، وسندات الدين المتأخرة المرتبة.

1-2-3- مصادر التمويل متوسطة الأجل: يعرف التمويل المتوسط الأجل بأنه ذلك النوع من التمويل الذي تزيد فترة سداذه عن سنة. وتقل عن خمسة سنوات، وهو ينقسم إلى:²

- القروض المتوسطة الأجل: يتميز هذا النوع من القروض بسداذه المنتظم على مدار عدد من السنوات تمثل القروض، ويطلق على أقساط السداد في هذه الحالة مدفوعات الإهلاك، وبالإضافة إلى ذلك عادة ما يكون القرض مضمون بأصل معين أو أي نوع من أنواع الضمانات الأخرى، غير أنه قد تكون هناك بعض الاستثناءات من هذه القواعد في بعض الأحيان، حيث تمثل البنوك المصدر الرئيسي لهذه القروض فقروض البنوك تتراوح مدتها عادة ما بين سنة وخمس سنوات فقط.

- التمويل بالاستئجار: هو عقد يتفق بموجبه طرفان المؤجر والمستأجر بأن يقوم الأول بتقديم أصل معين للطرف الثاني للانتفاع به لمدة معينة، على أن يقوم الطرف الثاني بدفع مبالغ محددة بتواريخ محددة للطرف الأول مقابل الانتفاع بالأصل.

¹ عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2007، ص ص 490-491.

² المرجع نفسه، ص 475.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

1-2-4- مصادر التمويل القصيرة الأجل: يتلخص التمويل قصير الأجل في القروض التي لا تتعدى فترة استحقاقها سنة واحدة، وذلك لحاجة المؤسسة لها. ويشمل:¹

- **الائتمان التجاري:** يمثل الائتمان التجاري المبيعات والبضائع التي يمكن أن تحصل عليها المؤسسة دون أن تدفع قيمتها نقداً، وغالباً ما يكون للبضائع وليس للآلات أو الأصول الثابتة، ويمنح حسب العوامل الشخصية كالمركز المالي للبائع ورغبته في التخلص من مخزونه السلعي، أو حسب العوامل الناجمة عن حالة التجارة والمنافسة وغالباً ما يتم منحه في السلع التي تتميز بالطلب الكبير.

- **الائتمان المصرفي:** هذا النوع من الائتمان مهم في التمويل القصير الأجل حيث يتمتع بعدة خصائص منها اعتباره مصدر لتمويل الأصول الثابتة؛ كونه أكثر مرونة من الائتمان التجاري لأن البنك أو المؤسسة المالية تدفع القرض على شكل نقد بينما الائتمان التجاري يتم الحصول في شكل بضاعة؛ أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالات عدم الاستفادة من الخصم النقدي.

1-3- محددات الهيكل المالي:

يتأثر المزيج المكون للهيكل المالي بعدة متغيرات أو محددات التي تنتمي إلى المحيط المالي، وتتميز هذه المتغيرات بالتقلب وعدم الثبات ومن أهم هذه المحددات نجد:²

1-3-1- هيكل الأصول: يرى الكثير من الباحثين أن لهيكل الأصول دوراً مهماً في تحديد معالم الهيكل المالي إذ يعتبر أن ارتفاع قيمة الأصول ثابتة يؤدي إلى زيادة احتياج المؤسسة لتمويل طويل الأجل، ونفس الشيء بالنسبة للاستثمارات المتداولة فكلما زادت يؤدي إلى زيادة طلب تمويل بغرض اقتنائها مما يؤدي إلى زيادة قروض قصيرة الأجل ومن ثم زيادة نسبة المديونية في الهيكل المالي على اعتبار أن المؤسسات التي لها أصول قليلة هي أقل ضماناً وأكثر حساسية لظاهرة عدم التناظر في المعلومة لذلك تلجأ هذه المؤسسات إلى الاستدانة كونها أقل حساسية لعدم التناظر في المعلومة مقارنة بالتمويل بالأسهم.

1-3-2- حجم الشركة: مما لا شك فيه أن حجم المؤسسة يلعب دوراً أساسياً في تأثير على الهيكل المالي وذلك لعدة أسباب من بينها أن المؤسسات صغيرة الحجم تكلفة التمويل بالاستدانة فيها تكون

¹ إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 335.

² رشيد حفصي، عبد الغفور دادن، صلاح الدين نعاس، العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الخدمية المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 08، العدد 01، جامعة الوادي، الجزائر، 2018، ص ص 38-39.

مرتفعة بسبب أن المالكين يخافون من تكلفة الإفلاس من جهة وأن المقرضين من جهة أخرى عادة ما يضعون شروط إضافية على هذا النوع من المؤسسات بسبب رسميتها الصغيرة فهم يخافون على أموالهم، في حين أن الشركات الكبيرة وبسبب ضخامة رأسمالها فهي تستطيع دخول للأسواق المالية وفتح رأسمالها أو الاستدانة بمعدلات كبيرة من جهة ومن جهة أخرى تستفيد هذا النوع من المؤسسات من وفورات الحجم الشيء الذي ينعكس بصفة مباشرة على التكلفة الإجمالية للتمويل التي عادة ما تكون أقل.

1-3-3- عمر المؤسسة: يؤثر عمر المؤسسة بصفة مباشرة أو غير مباشرة في الهيكل المالي حيث يعتبر العديد من الباحثين أن هذا المحدد له أهمية خاصة إذ يستدل به كمؤشر لسمعة المؤسسة إذ يعطي فكرة عن قدرة هذه الأخيرة على الاستمرارية والبقاء وفي العادة تلجأ المؤسسات الحديثة إلى الاستدانة بغرض تلبية احتياجاتها التمويلية أما المؤسسات القديمة فإذا ما احتاجت إلى التوسع والنمو فستلجأ إلى الاستدانة بشروط ميسرة وهنا اختلفت النظريات في اتجاه التأثير فحسب نظرية المفاضلة يتوقع وجود علاقة إيجابية بين عمر المؤسسة ونسبة المديونية في الهيكل المالي في حين أن نظرية التمويل الرئبي ترى أن هناك علاقة عكسية بين عمر المؤسسة ونسبة المديونية في الهيكل المالي.

1-3-4- معدل النمو: عادة ما تلجأ المؤسسات ذات النمو المرتفع للاستدانة لتغطية مختلف احتياجاتها التمويلية في حين ذات النمو المنخفض فتلجأ إلى التمويل بحسب النمو المتوقع وهذا ما يتفق مع نظرية الانتقال التدريجي للتمويل، وحسب نظرية الإشارة فإن معدل النمو يعتبر كمؤشر عن الصحة المالية الجيدة للمؤسسة ومن ثم يقبل المقرضون على إقراض المؤسسة بشروط ميسرة وبالتالي وجود علاقة إيجابية بين معدل النمو والهيكل المالي.

1-3-5- الربحية: يجمع العديد من الباحثين أن للربحية تأثير إيجابي على الهيكل المالي فكلما ارتفعت نسبة الربحية في المؤسسة كلما ارتفعت قدرتها على الاستدانة.

1-3-6- معدل الفائدة: تعكس معدلات الفائدة كما هو معلوم ثمن المبالغ النقدية المتنازل عنها خلال فترة زمنية معينة يلتزم المقرض بدفعها إلى المقرض وهي تدخل في تكلفة رأس المال، فالعلاقة التي تربط معدل الفائدة بالهيكل المالي هي علاقة عكسية على اعتبار أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤدي بإدارة المؤسسة إلى امتناع أو تخفيض من الاعتماد على الدين الخارجي مما يؤدي إلى زيادة الاعتماد أكثر على التمويل الذاتي الشيء الذي ينتج عنه ارتفاع في تكلفة التمويل الإجمالية.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

1-3-7- النظام الضريبي: تلعب الضريبة دوراً هاماً في اختيار تشكيلة الهيكل المالي على اعتبار أن الضريبة عبارة عن فريضة مالية نقدية تأخذها الدولة جبراً من الأعوان الاقتصاديين لتحقيق أهداف الدولة عامة، فعند ارتفاع معدلات الضرائب على الأرباح فتلجأ المؤسسة إلى الاعتماد أكثر على التمويل بالديون وذلك بغية تخفيض التكلفة الإجمالية للتمويل والاستفادة من تقليل الوعاء الضريبي التي تتميز به الاستدانة.

2- تكلفة مصادر الأموال في المؤسسة:

تعتمد المؤسسة في أداء نشاطها على توفير عنصر مهم، ألا وهو الهيكل المالي المناسب الذي يسمح بتمويل مختلف القرارات المعتمدة فيها ولاسيما فيما يتعلق بقرار تمويل الاستغلال والاستثمار، وعليه يتم اللجوء إلى معرفة تكلفة مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة والمفاضلة بينها من أجل معرفة نوع وحجم المصادر التمويلية الواجب الاستناد عليها.

2-1- تكلفة التمويل بالأسهم العادية:

يمكن تعريف تكلفة التمويل بالأسهم العادية على أنها العائد الذي يطلبه حملة الأسهم مقابل امتلاكهم لها، وتتمثل تكلفة الأسهم العادية في تكلفة الفرصة البديلة، باعتبار أن حملة الأسهم يسعون إلى الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن الحصول عليه من استثمارات أخرى بديلة لها بنفس الدرجة من المخاطر وتمثل تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية رياضياً بمعدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون وذلك من أجل حساب القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم الدورية المتوقع توزيعها مستقبلاً من طرف المؤسسة¹.

2-1-1- حساب تكلفة الأسهم العادية باستخدام نموذج تقييم الأصول الرأسمالية (CAPM): يفترض

هذا النموذج بأن المساهم يمتلك محفظة مالية متنوعة والعائد على الأصول لا يتحرك بنفس الاتجاه والوقت ولا بنفس القيمة، نتيجة لذلك تصبح المخاطر الوحيدة الباقية هي مخاطر السوق، حيث أنه وعلى هذا الأساس تتكون مخاطر السهم من مخاطر نظامية أو مخاطر السوق ومخاطر غير نظامية والمتعلقة بالمؤسسة ويتم حساب تكلفة الأسهم العادية وفق نموذج CAPM كما يلي²:

¹ حمزة غربي، عيسى بدروني، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، 2019، جامعة غليزان، الجزائر، ص 148-149.

² المرجع نفسه، ص 149.

$$K_j = R_F + \beta_j (R_M - R_F)$$

حيث:

R_F : معدل العائد الخالي من المخاطر

R_M : حساب معدل عائد محفظة السوق

β_j : التباين المشترك لمعدل عائد المنشأة مع معدل عائد السوق

2-1-2- طريقة تقييم أرباح السهم: يسمى نموذج تقييم أرباح السهم في حالة نمو الأرباح التي ستوزع من طرف المؤسسة للسنوات القادمة و تكون بنسب ثابتة بنموذج قوردين 1962، ما يسمح للمساهمين بتوقع الأرباح التي ستوزعها المؤسسة في السنة الأولى فقط، وفق هذا النموذج تكلفة التمويل بالأسهم العادية تتكون من جزأين، ربح السهم مقسوم على القيمة السوقية للسهم ومعدل النمو المتوقع لأرباح السهم الناتجة عن استثمار الأموال المملوكة. يمكن صياغة نموذج قوردين كما يلي:¹

$$K_c = \frac{D_0}{P_0} + g$$

حيث:

D_0 : قيمة توزيع السهم في الفترة الأولى

P_0 : السعر الحالي للسهم

g : معدل النمو المتوقع للسهم

2-2- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة:

تعرف تكلفة الأسهم الممتازة على أنها معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات التي تم تمويلها عن طريق أسهم ممتازة وذلك من أجل ألا تتأثر مكاسب حملة الأسهم العادية، ويتمثل هذا المعدل في الربح الموزع للسهم الممتاز مقسوماً على صافي الدخل الذي ستحققه المؤسسة نتيجة بيعها أسهم ممتازة جديدة مع الأخذ في الاعتبار تكاليف الإصدار. تكلفة الأسهم الممتازة هي معدل العائد المطلوب لحامل الأسهم. إذا أصدرت إحدى المؤسسات أسهماً ممتازة، يشار إليها باسم التمويل المختلط لأنه يحتوي على ميزات لكل من أداة الدين والسهم العادي، إلا أنه يمنح توزيعات ثابتة. وتمثل تكلفة الأسهم الممتازة نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحملتها إلى صافي المبالغ التي تتحصل عليها المؤسسة من بيعها لهذه الأسهم، وعليه يمكن احتساب تكلفة الأسهم الممتازة كما يلي:²

¹ حمزة غربي، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 150.

² جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 360.

$$K_p = \frac{D}{P_0 - C}$$

حيث:

K_p : تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة

D : التوزيعات على الأسهم الممتازة

P_0 : القيمة السوقية للسهم الممتاز

C : تكاليف الإصدار

2-3- تكلفة التمويل بالمديونية:

تشير تكلفة الديون إلى معدل العائد المتوقع الحصول عليه من قبل الدائنين، وعملية حساب التكلفة تتميز بالسهولة النسبية وتتمثل التكلفة في معدل الفائدة المتفق عليه، إذ تتكون عموماً الديون من القروض طويلة الأجل بالإضافة إلى السندات. والمعادلة التالية كيفية حساب تكلفة الديون طويلة الأجل كمايلي¹:

$$K_d = C/D$$

حيث:

C : الفوائد المدفوعة

D : قيمة الديون

تستخدم تكلفة الدين بعد خصم الضريبة لحساب تكلفة رأس المال، وهو سعر الفائدة على الدين مطروحا منه الوفورات الضريبية التي تنجم عن ذلك لأن الفائدة قابلة للخصم، وتحسب كمايلي²:

$$cd = K_d - K_d t = K_d (1 - t)$$

2-4- تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة أرباحاً قد تحققت، غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلاً من توزيعها على المساهمين وذلك بهدف استخدامها في تمويل الاستثمارات، لذلك فإن المستثمرين يعتبرون هذه الأرباح تكلفة، وتتمثل هذه التكلفة في مقدار العائد الذي كان بإمكانهم الحصول عليه لو قامت المؤسسة بتوزيع هذه الأرباح عليهم. وحيث أن هدف الإدارة المالية هو تحقيق مصالح الملاك، فإن المؤسسة لا ينبغي عليها أن تحتجز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع على استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد على

¹ بدر الدين قودج، مولود مليكاوي، قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البائل خلال الفترة 2014-2018، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 13، العدد 02، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، ص ص 179-180.

² المرجع نفسه، ص 180.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك، ونظراً لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي عليه أي مصاريف، فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال هو معدل العائد الواجب تحقيقه من استثمار هذه الأموال والذي يجب أن يتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه المساهمون، والذي يمكن حسابه باستخدام النماذج التي تم بواسطتها حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية، ويمكن احتساب هذه التكلفة كما يلي:¹

$$K_R = K_C$$

حيث:

K_R : تكلفة الأرباح المحتجزة

K_C : تكلفة الأسهم العادية

2-5- التكلفة الوسيطة المرجحة:

تعرف تكلفة الأموال على أنها معدل العائد الضروري للحفاظ على القيمة السوقية للمؤسسة بحيث يجب على المديرين معرفة تكلفة رأس المال، وغالباً ما يطلق عليهم معدل العائد الأدنى المطلوب، يتم حساب تكلفة رأس المال كمتوسط مرجح لمختلف مكونات رأس المال، والتي هي عناصر على الجانب الأيسر من الميزانية العمومية مثل الديون والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة. متوسط التكلفة المرجح لرأس المال WACC هو متوسط تكلفة الموارد المالية الدائمة للمنشأة، تصل معادلة WACC إلى المتوسط من خلال إضافة مرجحة لمكونات هيكل رأس المال مضروبة في تكاليفها، ويهتم النموذج بتحديد مكونات هيكل رأس مال المنشأة وأوزانها النسبية وتكلفة كل مصدر من مصادر الأموال.² ويمكن أن تكون المعادلة على الشكل التالي:³

$$WACC = (K_e \times W_e) + (K_p \times W_p) + (K_d [1-t] \times W_d)$$

حيث:

K_e : تكلفة الأسهم العادية

W_e : نسبة الأسهم العادية في هيكل رأس المال بالقيمة السوقية

K_p : تكلفة الأسهم الممتازة

W_p : نسبة الأسهم الممتازة في هيكل رأس المال بالقيمة السوقية

K_d : تكلفة الديون بعد الضرائب

T : معدل الضريبة

W_d : نسبة الدين في هيكل رأس المال بالقيمة السوقية

¹ حمزة غربي، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 154.

² Kent, B., & Gary E, B.. Understanding Financial Management, A Practical Guide. victoria, Australia: Blakwell publishing, 2005, P358.

³ Idem, P358.

3- الأهمية الاستراتيجية لتكلفة التمويل:

تؤثر تكلفة التمويل على كل من قرار الاستثمار، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح والتي تنطوي في مجموعها تحت مسمى القرارات المالية الاستراتيجية، وهذه الأخيرة لها تأثير واضح على قيمة المؤسسة والخيار الاستراتيجي كمايلي¹:

3-1- تكلفة التمويل واتخاذ القرار الاستثماري:

يقوم المدير المالي بالتقدير الدقيق لتكلفة التمويل بغرض اتخاذ قرار تنفيذ الاقتراح الاستثماري من عدمه، ويستعمل في ذلك التكلفة الحدية للتمويل وهي التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال الجديد الذي تتحصل عليه المؤسسة بغرض تمويل اقتراح استثماري، و التي تكمن أهميتها في اختيار اقتراح استثماري أو رفضه، فإذا كانت تكلفة التمويل أقل من معدل العائد المتوقع من الاقتراح الاستثماري ينصح بتنفيذ هذا الاقتراح، أما إذا كانت هذه التكلفة أكبر من الاقتراح الاستثماري يتم رفضه.

3-2- تكلفة التمويل وسياسة توزيع الأرباح:

يستخدم المدير المالي تكلفة التمويل لغرض اتخاذ قرار توزيع الأرباح على المساهمين من عدمه، فإذا كانت تكلفة التمويل للمصادر الخارجية مرتفعة يفضل احتجاز الأرباح وعدم توزيعها بغرض استخدامها كمصدر تمويلي داخلي نظرا لارتفاع تكلفة المصادر الخارجية، أما إذا كانت تكلفة التمويل منخفضة فتقوم الإدارة المالية للمؤسسة بتوزيع الأرباح والاستفادة من التمويل الخارجي خاصة الاستدانة.

3-3- تكلفة التمويل واختيار الهيكل المالي:

تلعب تكلفة التمويل دورا بالغ الأهمية في اختيار الهيكل المالي المناسب، فحسب الفكر النظري الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يجعل تكلفة التمويل في أدنى قيمة لها وقيمة المؤسسة في أعظم قيمة لها، فالمدير المالي يسعى إلى تكوين الهيكل المالي الأقل تكلفة وأقل مخاطرة.

¹ مولود مليكاوي، مرجع سبق ذكره، ص ص111-112.

III. النظريات المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة الاقتصادية:

تعتبر دراسة العلاقة بين هيكل التمويل وقيمة المؤسسة من أهم القضايا الإدارية المالية، حيث هناك عدة دراسات حول وجود أو عدم وجود هيكل تمويل أمثل إن كان يؤثر على قيمة المؤسسة أولاً، بحيث اختلفت باختلاف فرضيات كل دراسة.

1- النظريات التقليدية المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة:

يتم التطرق الى أهم النظريات التقليدية المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة ونستعرضها كما يلي:

1-1- نظرية صافي الربح:

حسب مدخل صافي الربح إن استمرار ارتفاع نسبة الرفع المالي في الهيكل المالي للمؤسسة يعني استمرار انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل واستمرار ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، ويعني ذلك من الناحية النظرية الوصول بنسبة الرفع المالي إلى 100% في المؤسسة ستكون التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى، ومن المنطق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كلياً على الديون فقط، رغم أن ذلك لا يسمح به من الناحية القانونية.¹ تقوم هذه النظرية على الفروض التالية²:

- إن الزيادة في استخدام القروض لا يغير من إدراك المستثمرين (الملاك) للمخاطر، ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على السندات والقروض (معدل الفائدة) ظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الرفع المالي،

- نظراً لأن الملاك يجمعون باقي فائض النشاط (أي صافي الربح بعد الفائدة) فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك سيكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض (الفائدة على السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون.

¹ نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري 1999-2014، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 05، المركز الجامعي ميلة، الجزائر، 2017، ص 246.

² عبد الكريم خيرى، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019، ص 78.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

- حجم الاستثمار ثابت لا يتغير، وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع الشركة من تغيير الخليط الذي يتكون منه هيكل التمويل، ونظراً لأن حجم الاستثمار ثابت لا يتغير هذا يعني أن صافي ربح العمليات ثابت لا يتغير.

وبتحليل الفرضيتين السابقتين نجد أن تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون ثابتة، بما أن تكلفة هذه الأخيرة أقل من تكلفة الأموال الخاصة، لأنه وحسب الفرضية الثانية فإن المساهمين يطلبون عائد أكبر من أجل حماية مصالحهم، فإن زيادة الاعتماد على الاستدانة سيرفع من الأرباح، وبالتالي ثروة المساهمين، وبالنتيجة يؤدي ذلك إلى تحقيق الهدف الرئيسي للمؤسسة ألا وهو تعظيم قيمتها، أي أن المؤسسة تكون في أحسن أحوالها عندما تتعادل التكلفة الوسيطة المرجحة مع تكلفة الاستدانة.

ولكن يعاب على هذه النظرية تجاهلها للعلاقة الطردية بين المخاطر التي يتعرض لها المالكين والمقرضين، والزيادة في نسبة الاستدانة. أي عدم واقعية الفرضيتين السابقتين من خلال:¹

- ثبات العائد الذي يطلبه المساهمين والذي من المفترض أن يرتفع مع كل زيادة في الديون.
- عدم واقعية ثبات العائد على الديون، أي أن المقرضين يزيدون في أسعار الفائدة عند زيادة الاستدانة حفاظاً على مصالحهم. وبذلك تكون قيمة الشركة وفق هذه النظرية كما يلي:

$$V = S + B$$

حيث أن:

V: القيمة السوقية للمؤسسة.

S: القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.

B: القيمة السوقية للديون.

يمكن تحديد القيمة السوقية لحق الملكية من خلال المعادلة التالية:

$$S = NI / K_e$$

حيث أن:

NI: العوائد المتاحة للمساهمين.

K_e: معدل رسملة حق الملكية.

¹ميكة زعيب، الياس بوجمعة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، 14-15 أفريل 2009، ص 155.

1-2- النظرية التقليدية:

تشير هذه النظرية إلى وجود هيكل مالي أمثل ينشأ عن نقطة اقتراض مثلى تتحقق عند تشكيلة مميزة من الديون والأموال الخاصة تجعل التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عند حدها الأدنى، لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مميزة من الرفع المالي، إضافة إلى ارتفاع تكلفة التمويل الخاص مع كل زيادة في هذه المستويات وذلك نتيجة زيادة درجة الخطر المالي التي يتعرض لها الملاك.¹ وتبعاً لهذا المدخل فإن تغيرات تكلفة رأس المال نسبة إلى التغيرات الحاصلة في هيكل رأس المال ويمكن أن تقسم إلى ثلاث مراحل:²

- المرحلة الأولى: في هذه المرحلة تكون تكلفة الأموال الكلية ثابتة نسبياً إضافية إلى ثبات تكلفة الاقتراض ويتوقع من خلال تكلفة الأموال الكلية للمؤسسة ارتفاع في قيمتها، وهذا كلما زادت نسبة الرفع المالي.

- المرحلة الثانية: أما في هذه المرحلة بمجرد أن تصل المؤسسة إلى درجة معينة من الرفع المالي، فإنه لا يكون بعدها أي تأثير على قيمة المؤسسة، ويرجع أساساً هذا إلى الزيادة في تكلفة الأموال الكلية.

- المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة تتجاوز إدارة المؤسسة في اقتراضها نقطة أو مدى الاقتراض الأمثل فإن المزايا الافتراضية تفقد أهميتها، نظراً لكون العوائد المطلوبة من قبل الملاك تفوق هذه المزايا الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال، ما ينعكس بالسلب على قيمة المؤسسة.

1-3- مدخل صافي ربح العمليات:

يؤكد مؤيدي هذا المدخل وجهة النظر المنادية بالقطيعة الموجودة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، فحسب هذا المدخل فإن قيمة المؤسسة مستقلة تماماً عن القرارات التمويلية ولا تتأثر بالتغيرات في الهيكل المالي.

يقوم هذا المدخل على فرض أساسي ثبات التكلفة الكلية للأموال، وهذا بغض النظر عن نسبة القروض المكونة للهيكل المالي باعتبار أن تكلفة القروض ثابتة أيضاً حسب هذا المدخل، ولكن المالكين وفي ظل زيادة اعتماد المؤسسة على القروض، يكون من الضروري المطالبة بزيادة العائد، وهذا نتيجة

¹ نبيلة سهابلية، جبار بوكثير، مرجع سبق ذكره، ص 246.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003، ص 355-375.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

لارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها. تؤدي زيادة معدل العائد المطلوب من المالكين إلى ارتفاع تكلفة التمويل الكلية، ولكن اعتماد المؤسسة على المصادر المنخفضة الكلفة يؤدي إلى إلغاء أثر الزيادة في تكلفة التمويل، وبالتالي فقيمة المؤسسة لا تكون عرضة لأثر الهيكل المالي. يعاب على هذا المدخل إهماله للمخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المقرضين مع زيادة طلب المؤسسة للقروض، كما لم يقدم أي تفسير لسلوك المستثمرين في سوق رأس المال.¹

1-4-4- نظرية ميلر ومودغلياني:

1-4-4-1- قيمة المنشأة في حالة عدم وجود الضرائب: تتفق فروض مود غلياني وميلر في ظل عدم وجود الضريبة مع أسلوب صافي ربح العمليات، حيث ناقش مود غلياني وميلر أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمنشأة لا تتأثر بالرفع المالي، ومن ثم لا يوجد هيكل رأس مال مثالي، وفي دراستهما عام 1958 قدما تبريرا منطقيا لما توصلا إليه. ويمكن شرح ما توصل إليه مودغلياني وميلر من خلال اقتراحهما الأول والثاني، إذ لوحظ أن هذين الاقتراحين قد أسسا على افتراضات معينة ترتبط بسلوك كل من المستثمرين وسوق رأس المال، وهي:

- يتم تداول الأوراق المالية في ظل سوق كاملة، وهذا يعني بالتحديد:
 - أن للمستثمرين كامل الحرية في بيع وشراء الأوراق المالية.
 - يمكن للمستثمرين الاقتراض دون أي قيود وبنفس الشروط التي يمكن أن تقترض بها المنشآت.
 - يتصف المستثمرين بدرجة عالية من الرشء، وهذا يتضمن أن تكاليف العمليات (تكاليف شراء وبيع الأوراق المالية) غير موجودة.
- يمكن تقسيم المنشآت إلى مجموعات تنتمي لشرائح خطر متجانسة، حيث تنتمي الشركات الى شرائح خطر متجانسة، إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص الخطر، وهذا يعني بوجه عام وفقا لفروض مود غلياني وميلر، أن المنشآت في نفس الصناعة تكون شريحة متجانسة من حيث الخطر.
- تتبع المنشآت سياسة توزيع تقضي بتوزيع كل أرباحها وبمعنى آخر لا يوجد أرباح محتجزة.
- لا يوجد ضريبة على دخل الشركات.²

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004 ص 198.

² محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2010، ص 336-337.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

- الاقتراح الأول: إن الفرضية الأولى لميلر ومود غلياني تسمح بفصل قرارات الاستثمار عن قرار التمويل وتنص على أن القيمة السوقية لأي مؤسسة لا تعتمد على هيكل رأسمالها، وإنما على توقعات الأرباح قبل الفوائد والضرائب، يمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$V_L = S_L + D = EBIT / K^V_E = V_U$$

حيث:

V_L : القيمة السوقية للمؤسسة المرفوعة.

S_L : القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المرفوعة.

D : قيمة الديون.

K^V_E : معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين بالملكية للمؤسسة الممولة بالملكية بشكل كامل.

$EBIT$: الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

V : القيمة السوقية للمؤسسة غير المرفوعة.

- الاقتراح الثاني: يشير الاقتراح الثاني إلى أن معدل العائد المطلوب لمؤسسة تعتمد على الديون يعادل معدل العائد المطلوب لمؤسسة أخرى مماثلة تنتمي لنفس فئة المخاطرة لكن لا تعتمد على الديون في التمويل مضافا إليه عائدا إضافيا (علاوة المخاطرة) لتعويض المخاطرة المالية الناتجة عن الاقتراض. كما هو موضح في المعادلة التالية¹:

$$R_E = R_A + D/E (R_A - R_D)$$

حيث أن:

R_E : معدل العائد المتوقع على الملكية.

R_A : معدل العائد المتوقع على الموجودات.

R_D : معدل العائد المتوقع على الدين.

1-4-2- قيمة المنشأة في حالة وجود الضرائب: قدم مود غلياني وميلر من خلال المقال المنشور سنة 1963، إلى أن الفرق بين قيمة المؤسسة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها مع قيمة المؤسسة التي تعتمد على التمويل الممّلك هو في القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وأن مزايا التمويل المقترض هي أكثر مما افترضوه والتي نصت عليها النظرية التقليدية، فقيمة المؤسسة المرفوعة تزداد والمعدل الموزون لكلفة رأس المال ينخفض نسبة إلى زيادة استخدام التمويل المقترض في هيكل رأس

¹ نبيلة سهيلية، جبار بوكثير ، مرجع سبق ذكره، ص248.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

مال المؤسسة، وأن الاستمرار في الاقتراض يعني الاستمرار في تعظيم قيمة المؤسسة، وبهذا فإن قيمة المؤسسة المرفوعة لا تساوي قيمة المؤسسة غير المرفوعة، والسبب يعود إلى القيمة المضافة والناجمة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، فقيمة المؤسسة حسب الفرضية الأولى مود غلياني وميلر كانت في ظل غياب الضرائب، لكن بعد إدخال الضريبة على دخل المؤسسة تم تعديل الفرضية الأولى والفرضية الثانية في ضوء الافتراض الجديد.

استناداً إلى الفرضية الأولى المصححة مود غلياني وميلر، فإن قيمة المؤسسة المرفوعة تساوي قيمة المؤسسة غير المرفوعة مضافاً إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وكما هو مبين في المعادلة التالية:

$$VL = VU + TC$$

حيث أن:

V_L : قيمة المؤسسة المرفوعة.

V_U : قيمة المؤسسة الممولة بالملكية فقط.

T_C : القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

عند فرض الضريبة على دخل المؤسسة وباستخدام التمويل المقترض فإن المعدل الموزون لكلفة رأس المال ينخفض، ذلك أن الفائدة على القرض تعد مصاريف يتم طرحها من دخل المؤسسة قبل فرض الضريبة عليها وبذلك فإن النتيجة هي الزيادة في الرافعة المالية التي من شأنها أن تؤدي إلى الزيادة في قيمة المؤسسة وانخفاض في كلفة رأس المال، وهذه هي ميزة استخدام التمويل المقترض والتي تساهم في انخفاض كلفة رأس مال المؤسسة بزيادة استخدام الديون.

استناداً إلى الفرضية الثانية المصححة مود غلياني وميلر، فإنه يمكن احتساب كلفة رأس مال المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب كما في المعادلة أدناه:¹

$$WACC \text{ (or } K) = k_d (1-T) (D / D+E) + k_E (E / D+E)$$

حيث أن:

$(D / D+E)$: وزن التمويل المقترض.

$(E / D+E)$: وزن التمويل الممّلك.

¹ نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، مرجع سبق ذكره، ص 11.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

لقد أهمل كل من مود غلياني وميلر، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة واعتبرا أن أثرهما صغير جدا على تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة، ولكن في الواقع قد يترتب على الديون عواقب وخيمة.¹

2- النظريات المعاصرة المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة:

سيتم التطرق في هذا الجزء الى مجموعة من النظريات الحديثة المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة بمختلف فرضياتها.

2-1- نظرية تكاليف الإفلاس:

تواجه المؤسسة خطر الإفلاس كلما ظهرت القروض كأحد البنود المكونة لهيكلها المالي، وخاصة في الحالات التي تكون المؤسسة عاجزة عن أداء مستحققاتها المالية في أجالها، الأمر الذي ينجم عنه تكاليف إضافية تدعى بتكاليف الإفلاس، ويعرف تكلفة الإفلاس على أنها عدم قدرة المؤسسة على دفع التزاماتها المالية في آجال استحقاقها، كما يراها الميداني على أنها تمثل أقصى درجات فشل المؤسسة. بحيث تتمثل تكاليف الإفلاس في تكاليف مباشرة تتمثل أساسا في المصاريف الإدارية، القانونية، أو تلك الخسائر الناجمة عن بيع الأصول الاقتصادية بأقل من قيمتها، وتكاليف غير مباشرة تتمثل انخفاض أرباح المؤسسة لعدة أسباب مثلا عدم تمكنها من الحصول على تمويلات...الخ.

يترتب عن مخاطر الإفلاس زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وديون المؤسسة، مما سيرفع من ارتفاع تكلفة التمويل المرجحة وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، وتحدد نسبة الاقتراض المثلى بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى.²

2-2- نظرية تكاليف الوكالة:

تنشأ تكلفة الوكالة نتيجة الصراعات المحتملة بين الملاك والمقرضين والمسيرين، فهي بالتالي إنما تمثل مصاريف إضافية للمستثمرين (ملاك، دائنين)، والهدف من ورائها هو مراقبة أموالهم المستثمرة في المؤسسة، ويتم هذا عن طريق توكيل طرف ينوب عنهم من أجل متابعة قرارات المؤسسة، وهذا بالتنازل عن جزء من سلطاتهم، فكل من الموكل والوكيل يحاول تعظيم منفعته، مما يجعل العلاقة التي

¹ نبيلة سهيلية، جبار بوكثير، مرجع سبق ذكره، ص250.

² مليكة زغيب وسفيان دلفوف، تأثير الافتراض على القيمة السوقية للمنشأة، دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد12، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2012، ص299.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

تربطهما مصدرا للتناقض الأمر الذي يخلق تكلفة إضافية.¹ تنعكس تكاليف الوكالة على اختيار الهيكل المالي للمؤسسة، سواء كانت هذه الوكالة بين المالك والمسيرين، أو الملاك والمقرضين ففي حال استعمال أموال الملكية في تمويل الاستثمار قد تخلق حالة عدم تماثل المعلومات بين كل من الموكل (الملاك) والوكيل (المستثمر) درجة قصوى من تكلفة الوكالة، ففي ظل استحواذ الوكيل على كافة المعلومات عن المؤسسة وعدم قدرة الموكل على مراقبة هذا الأخير، هذا الظرف حتما سينعكس سلبا على قيمة المؤسسة. ومن الطبيعي أن ينقل الدائنين التكاليف الإضافية الناتجة عن الوكالة إلى الملاك، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على أمالهم المستثمرة في المؤسسة، خاصة في ظل ارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها، مما يؤثر على تكلفة الأموال والتبعية على قيمة المؤسسة. فالهيكل المالي الأمثل للمؤسسة هو الذي يمكنها من تخفيض تكلفة الوكالة إلى أدنى حد ممكن، لكن في المقابل فإن ظهور تكاليف الوكالة سوف يعمل على تخفيض نسبة الاقتراض المثالية في الهيكل المالي، والتي تتساوى أو تتوازن مع الوفورات الضريبية المحققة.²

لما كانت قيمة المؤسسة مرتبطة بعلاقة عكسية مع تكلفة الأموال فالعلاقة بين قيمة المؤسسة وهيكلها المالي في ظل وجود الضرائب وأثير تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة يمكن تلخيصها في الشكل التالي:³

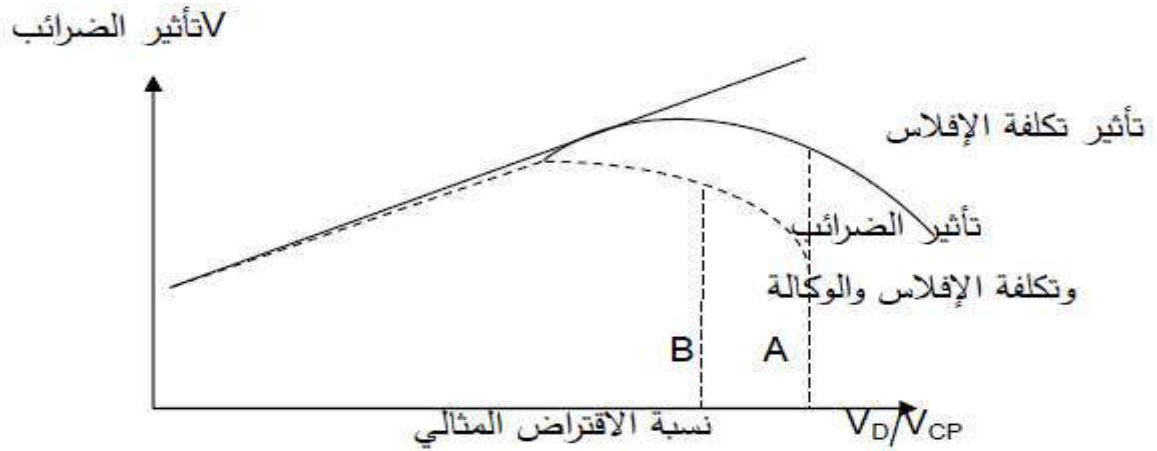
¹ Stephen A. Ross, the economic theory of agency: the principal's Problem, **American economic association**, vol63, no 2, May 1973, PP 134-931 .

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث مصر، 1999، ص365.

³ معيزة مسعود أمير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير مجدّدات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل عدم تماثل المعلومات، دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، **مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير**، العدد 16، جامعة سطيف1، الجزائر، 2016، ص 114.

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

الشكل رقم (3-1): العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل تأثير تكلفة الوكالة



المصدر: معيزة مسعود أمير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير مجددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل عدم تماثل المعلومات، دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 16، جامعة سطيف1، الجزائر، 2016، ص 114.

من الملاحظ أن النسبة المثلى للاقتراض إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من النقطة A إلى النقطة B وهذا راجع إلى زيادة حجم التكاليف بسبب ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس، وكخلاصة يمكن القول أنه في ظل تأثير الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، للهيكل المالي تأثير على قيمة المؤسسة والتي يمكن تعظيمها إلى أقصى حد ممكن باعتمادها على الهيكل المالي الأمثل.

2-3-نظرية الإشارة:

تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات التي تتميز بها الأسواق المالية إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية، فهذه النظرية تؤكد أن مدراء المؤسسة الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة يميزها عن غيرها من المؤسسات ذات الأداء الأقل وخصوصية هذه الإشارات هي صعوبة نشرها من طرف المؤسسات ذات الأداء الضعيف. ويمكن القول أن المعلومات الخاصة بالمؤسسة قد لا تكون متوفرة لدى الجميع، إذ يكون المسيرين على علم أفضل بالمعلومات الخاصة بالمؤسسة، كما يمكنهم تهيئة معلومات لا يدركها المستثمرون والتي يعملون من خلالها على توجيه المستثمرين نحو التفاؤل بتحسين التدفقات المستقبلية للمؤسسة، الأمر

الفصل الثالث: القرارات التمويلية الاستراتيجية وأثرها على قيمة المؤسسة

الذي يسمح بخلق قيمة لهم ولكن في الكثير من الأحيان لا يتم فهمها بنفس الطريقة وإن كانت متوفرة ومنشورة.¹

2-4- نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل:

يعالج نموذج 1984 ميارس، الرهانات التي تستخدمها المؤسسة في المدى البعيد، نحن فرضية أن الهدف الأساسي الذي يسعى المسكرون إلى تحقيقه هو تعظيم أرباح المؤسسة، وذلك كما يلي:²

- عند اختيار المؤسسة للتمويل الذاتي، فإنها تحدد مستوى معين من توزيعات الأرباح وذلك حسب الفرص الاستثمارية الممكنة.
- عند الاعتماد على التمويل الخارجي، فإن الأولوية تكون مع القروض، ثم الأموال شبه الخاصة تقع بين الأموال الخاصة والقروض، ثم أخيرا الأسهم.

سبب ذلك أن اللجوء إلى التمويل الذاتي يجنب المؤسسة تكاليف إصدار الأسهم وتكاليف الوكالة، وحرية التصرف في أي استثمار، وعند عدم كفاية التمويل الذاتي فإن المؤسسة تلجأ إلى القروض، لأن المسكرين على علم بقيمة السهم فهم على علم بالمعلومات المتوفرة في السوق المالي، وإن تم إصدار أسهم جديدة فتكون قيمتها أعلى من القيمة الفعلية، وبالتالي انتقال الثروة إلى المساهمين الجدد، وعليه فإن إصدار الأسهم يعتبر مؤشرا سلبيا عن وضعية المؤسسة المالية.

بالتالي يترتب على المؤسسة حجز الأرباح وتأجيل توزيعها قصد إعادة استثمارها من جديد ما يحقق للمؤسسة الوقت حول قرار رفع رأس المال، الذي يترتب عليه إلزامها بدفع الأرباح للمساهمين الجدد.

¹ عبد الوهاب دادان، الجدول حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، المجلد 07، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2009-2010، ص 319.

² المرجع نفسه، ص 320.

1. مفاهيم حول المحفظة الاستثمارية:

1- تعريف ونشأة المحافظ الاستثمارية:

يعتبر المحلل الأمريكي MARKO WITS أول من كتب في المحافظ الاستثمارية بمفهومها الاقتصادي وذلك في عام 1952م، ثم جاء بعده عدد من الدارسين والباحثين أمثال كورن COREN، وشارب SHARPE، وتعتمد نظريتهما على تعظيم العائد وتقليل مخاطر الاستثمار عن طريق التنويع بين أدوات الاستثمار، حيث ظهر في بريطانيا والولايات المتحدة خلال عقد الخمسينيات والستينات عدد كبير من البنوك والشركات المالية هدفها الأساسي تجميع المدخارت من الأفارد الذين لا يستطيعون استثمارها، لكي تستثمرها لهم استثمارا صحيحا تحقق من خلاله دخلا جيدا للبنك وللمدخر، مما أدى إلى ظهور عدد كبير من المحافظ، ولوجود عدد كبير من المديرين غير المتخصصين في إدارة المحافظ المالية الذين لم يطبقوا الأسس العلمية لإدارة المحافظ وبالتالي فشلوا في إدارتهم، فخرج عدد من المؤسسات من السوق، وظلت المؤسسات التي يديرها مديرون متخصصون طبقوا نظريات المحافظ المالية الحديثة في استثماراتهم المختلفة فنجحوا نجاحا كبيرا، مما دعا الباحثين والدارسين إلى التركيز على إدارة المحافظ، وبعد خمسة وعشرين سنة من أبحاث العالم الأمريكي ماركويتز أصبحت إدارة المحافظ من أهم مواضيع الإدارة المالية.¹

- تعرف المحفظة المالية على أنها: "مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجا متجانس من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية تتباين وتختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة استحقاقها². كما تعرف بأنها: " مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثلها هذه الأصول من أموال"³.

¹ أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، صص 32-33.

² المرجع نفسه، ص 31.

³ عديلة مريم، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، غابية، الجزائر، ص 193.

الفصل الرابع: استراتيجية تسيير المحفظة الاستثمارية في إطار اقتناء أو التنازل على الأصول

- كما يمكن تعريفها بأنها: "تشكيلة من الأصول المالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل خطر، ومن أجل تفادي المخاطر جاءت فكرة تنويع المحفظة"¹.

وعليه يمكن القول بأن محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمتها، عائداتها، مدة استحقاقها، نوعها، يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنويع وذلك بغرض تعظيم عائداتها وتدنيه خطرها أي تحسين العلاقة: عائد/خطر ولذلك نجد أن المحفظة المالية عادة ما تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية.

2- أهداف تشكيل محفظة الأوراق المالية:

إن هدف أي مستثمر من بناء أو تشكيل محفظة أوراق مالية هو تحقيق منافع إضافية، إلا أن الأمر هذا يتطلب عملية مفاضلة بين، الخطر والعائد المتوقع، القيمة المضافة المحتملة والدخل المنتظم، ومختلف مستويات الخطر. مع العلم أن هذه المفاضلة تحدث تبعاً لرغبة وهدف المستثمر، إلا أن الهدف الرئيسي لأي مستثمر هو الوصول إلى محفظة مثالية، أي تحقيق أكبر عائد عند مستوى خطر معين، أو تحقيق أقل مستوى خطر ممكن عند مستوى عائد ثابت، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمستثمر وهو يشكل محفظته المالية هو الحصول على أحسن ثنائية (عائد/خطر) ممكنة، وتختلف أهداف الاستثمار باختلاف المستثمر والأفراد، فبعضهم لديهم استعداد لامتلاك أوراق مالية ذات درجة عالية من الخطورة وذلك للحصول على أكبر قدر من الأرباح، في حين يفضل البعض الآخر الاعتماد على أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى وإن حصل على عائد أقل، ومن أهم الأهداف التي يطمح المستثمرين إلى الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي:²

- تعظيم الربح: أي تعظيم المخاطرة فإذا كان للربح الأولوية في سلم أولويات المستثمر فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة.
- تحقيق أمان مستقبلي: وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام، وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء إلى محفظة تتكون من سندات صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن.

¹ عديلة مريمت، مرجع سبق ذكره، ص193.

² سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2006-2007، ص ص12-13.

الفصل الرابع: استراتيجية تسيير المحفظة الاستثمارية في إطار اقتناء أو التنازل على الأصول

- تحقيق النمو: أي زيادة تراكمية أرسمية، وفي مثل هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف، مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع وزيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها.
- تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي: من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم والسندات يتم تدويرها بشكل كفاء وفعال، مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع.
- التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين: لأن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير.
- مواجهة الالتزامات المستقبلية: أي هدف تحقيق السيولة اللازمة لتغطية الالتزامات الخارجية.

3- أنواع المحافظ المالية:

يمكن تقسيم المحافظ المالية بحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها، وتبعا للأهداف المرجوة منها، ودرجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها إلى¹:

3-1- محافظ العائد المنتظم:

يأتي الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعلى هذا فإن الهدف من هذه المحافظ هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي المنتظم، الثابت والمستقر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان، وهنا يتحتم على الجهة المكونة للمحفظة المالية اختيار الأوراق المالية التي تدر أعلى عائد، لذا يتم التركيز على السندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت بالإضافة إلى الأسهم التي توزع أرباح عالية قليلة الخطورة. وعليه يعتبر الهدف الرئيسي من هذا النوع من المحافظ هو الحصول على تشكيلة تحقق دخلا شهريا أو سنويا، ويتم هذا باختيار الجزء الأكبر من الأرباح المحققة.

¹ أنظر:

- سارة بوزيد، مرجع سبق ذكره، ص18.

- دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010، ص22.

3-2- محافظ الربح:

وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم، وبالتالي تحسين القيمة السوقية للمحفظة، ويتناسب هذا النوع مع أهداف المستثمر الذي يسعى إلى تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة، وعليه فإن هذه المحافظ تهتم بالاستثمار في أسهم الشركات التي تنمو أرباحها سنة بعد أخرى، هذه الأخيرة التي نجد معظمها في قطاعات جد متطورة.

3-3- محافظ الربح والعائد:

تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الربح، وهي تهدف لحماية رأس المال مع تأمين دخل معين، لذا فهي تجمع بين أوراق مالية لا تتحمل المخاطر، وأوراق مالية تحقق دخلا كبيرا وتتضمن مخاطر عالية، ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يتطلع إلى المزج بين العائد والخطر.

3-4- المحافظ التقليدية:

هذا النوع من المحافظ يهتم بزيادة رأس المال مع الحصول على نتائج جيدة مقارنة بالسوق، وهذا يعني تحمل درجة معينة من المخاطر، هذه المحافظ تتكون في معظمها من أسهم، وتتميز عن المحافظ السابقة في أنها محافظ حركية تعمل على البحث عن الفرص الجيدة لاستغلالها في السوق.

3-5- المحفظة المهاجمة:

هي محافظ تطمح لتحقيق فوائض في القيمة مع تحمل مخاطرة كبيرة، لذا فهي تعتبر محافظ حركية تزيد من استغلال الفرص.

3-6- المحفظة الحذرة:

هذا النوع من المحافظ يهدف إلى تأمين وضمان زيادة في رأس المال وفي نفس الوقت تحقيق عائد معين، ولهذا فهي تعتمد في تشكيلها على محاولة التوفيق بين انتظام العوائد ونمو الدخل، وفي الوقت نفسه يجب أن يطبق بعض التحكيم بين الدخل والعائد المحقق في المدى القصير، والدخل والعائد المحقق في المدى الطويل.

3-7- المحفظة المضاربة:

تركز على تحقيق عوائد سريعة وكبيرة مع تحمل مخاطر كبيرة، لذا فهي تتكون من الأسهم المضاربة أي التي تخضع لعمليات مضاربة كبيرة.

4- آليات تكوين محفظة الأوراق المالية:

لتكوين محفظة مالية مطابقة تماما لرغبة المستثمر واحتياجاته لابد من التحديد المسبق للقيود والضوابط المفروضة على تكوينها، بالإضافة إلى مبادئ ومراحل تشكيلها.

4-1- قيود تكوين محفظة أوراق مالية:

ويمكن التمييز بين القيود التالية¹:

4-1-1- قيود زمنية: ونعني بها تحديد المدى الزمني الذي يرغب المستثمر صاحب المحفظة أن يستثمر خلاله، أي بمعنى تحديد نوع المدى الزمني الملائم له.

4-1-2- قيود مالية أو أرس مالية: أي إمكانية المستثمر المالية وحجم ونوع الأموال التي تكون بحوزته والمخصصة لشراء وحيازة الأوراق المالية، بالإضافة لمدى توفر الأموال للمستثمر حتى يتمكن من انتهاز الفرص الجيدة دون الاضطرار لبيع ما بحوزته.

4-1-3- قيود متعلقة بمدى الحاجة لتسييل المحفظة: وذلك بشكل مفاجئ أو في أجل قصير الأمر الذي يؤدي بالمستثمر إلى التخلص من بعض الأوراق المالية، وفي هذه الحالة لابد عليه أن يختار الأوراق المالية الأكثر قابلية للتداول.

4-1-4- قيود ضريبية والزامية: وهذا مرتبط بالقوانين والتشريعات التي قد تمنح إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة أو لنوع معين من الشركات أو لمناطق جغرافية معينة، أو لأنشطة معينة، لذلك لابد على المستثمر أن يكون على إطلاع بها حتى لا يتفاجئ بتغيرها.

4-1-5- قيود ومحددات المخاطر: إن درجة ثقل المخاطر تتنوع وتختلف من استثمار لآخر، ومن ورقة مالية لأخرى، ومن درجة خطر معين لآخر، لذا لابد على المستثمر أن يكون على علم بهذه المخاطر ومدى تأثيرها على العائد.

¹ سارة بوزيد، مرجع سبق ذكره، ص12.

4-2- ضوابط تكوين محفظة أوراق مالية:

- وبجوار قيود ومحددات تكوين المحفظة يجب على المستثمر أن يلتزم بالضوابط التالية:¹
- يجب على المستثمر أن يعتمد على رأسماله الخاص في تمويل محفظته المالية دون اللجوء إلى الاقتراض.
- يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة، بحيث يحتوي على أسهم الشركات ذات درجة مخاطرة منخفضة بعد أن يحدد المستثمر مستوى المخاطر التي يستطيع أن يتحملها، على أن تحتوي المحفظة أيضا على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد بها مرتفعا وكل ذلك يتم وفقا لقدرة المستثمر على تحمل مثل هذه المخاطر.
- يجب على المستثمر بين الفترة والأخرى أن يجري تغييرات في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر، أو بالعكس حسب ظروف السوق، أو إذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر، أو قد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة لترتفع قيمتها النسبية بشكل يؤدي إلى زيادة مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخصص له، مما يجعل مسألة إعادة تشكيل مكونات المحفظة المالية مسألة لا مفر منها.
- تحقيق مستوى ملائم في التنويع بين قطاعات الصناعة، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة حتى وإن كان أرس المال الخاص بالمستثمر صغيرا، فكلما زاد تنوع قطاعات الصناعة التي تتضمنها المحفظة المالية انخفضت المخاطر.

4-3- مبادئ تكوين محفظة مالية ناجحة:

- هناك عدة مبادئ لابد للمستثمر أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة المالية وذلك ليحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة، منها مايلي:²
- مبدأ القياس الكمي: ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية، وبالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية، ولقياس العائد والخطر لابد من توفر المعلومات الكافية عن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل، والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية ككل.

¹ سارة بوزيد، مرجع سبق ذكره، ص13.

² المرجع نفسه، ص ص13-14.

الفصل الرابع: استراتيجية تسيير المحفظة الاستثمارية في إطار اقتناء أو التنازل على الأصول

-مبدأ الشمول: ويقصد به اشتغال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم، سندات حكومية، اذونات الخزينة ...، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة.

-مبدأ الارتباط: ويهدف هذا المبدأ إلى تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار بين أوراق مالية لشركات مختلفة، فمعامل ارتباط عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية له علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة المالية.

-مبدأ الجودة: ونقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أية عوائق ودون خسارة، وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق، كما يمكن القول أن توافر جودة في الورقة المالية يعني توافر وزيادة في قابلية السوق وتحسن فرص ترويجها.

-مبدأ التنوع: إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب جميع أنواع الأوراق المالية، أي ذات خصائص متنوعة، ويمكن أن يأخذ التنوع عدة أشكالاً (تنوع قطاعي، تنوع سوقي، التنوع في الأوراق المالية، التنوع في نوعية الورقة المالية).

II. أساليب تقييم أداء المحافظ الاستثمارية:

يرتكز الاستثمار في الأوراق المالية على عنصرين هما العائد والمخاطر، فالمستثمر الرشيد يسعى دائماً إلى تعظيم العائد وتدنيته المخاطر، وهذا قد لا يكون مناخ للمستثمر لأن الارتفاع في العائد يرافقه ازدياد في مستوى المخاطرة، لذلك فإن المستثمرين غالباً ما يواجهون هدفين متناقضين يصعب تحقيقهما في آن واحد.

1- عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية:

1-1- عائد المحفظة الاستثمارية:

هناك عدة تعريفات للعائد منها:¹

- يعرف العائد بأنه: "المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله، والمستثمر يتطلع دائماً إلى هذا العائد بهدف تنمية وزيادة ثروته وتعظيم أملكه".

- كما يعرف بأنه: المكافأة الإضافية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل مقابل تخليه عن إشباع حاجة في الوقت الحاضر".

يمكن التمييز بين الأنواع التالية للعوائد:

1-1-1- العائد المتوقع: هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً عند استثمار أمواله وسمي بهذا الاسم لأن الحصول عليه يتم في المستقبل. ويتم قياسه عن طريق ضرب كل عائد محتمل في حدوثه. ويجب التمييز بين معدل العائد المتوقع لكل أصل والعائد المتوقع للمحفظة ككل، حيث أن عائد المحفظة هو المتوسط المرجح بالأوزان لعوائد الأصول المالية المكونة للمحفظة.²

- حالة محفظة مكونة من أصلين: في هذه الحالة يعطى عائد المحفظة بالصيغة التالية:³

$$R_p = R_1 W_1 + R_2 (1 - W_1)$$

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص ص 21-22.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 205.

³ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 60.

الفصل الرابع: استراتيجية تسيير المحفظة الاستثمارية في إطار اقتناء أو التنازل على الأصول

حيث:

R_p : عائد المحفظة

R_1 : العائد المتوقع للأصل الأول

R_2 : العائد المتوقع للأصل الثاني

W_1 : نسبة الثروة المستثمرة في الأصل الأول

$(1 - W_1)$: نسبة الثروة المستثمرة في الأصل الثاني

- حالة المحفظة مكونة من n أصل مالي: تصبح المعادلة كمايلي ¹:

$$R_p = \sum_{i=1}^n W_i R_i$$

حيث:

R_p : عائد المحفظة

R_i : العائد المتوقع للأصل i

W_i : نسبة الثروة المستثمرة في الأصل i

1-1-2- العائد المطلوب: هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى

المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، وهو أدنى عائد يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن

تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك الحالي للمستقبل. ويعطى بالعلاقة التالية: ²

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الحالي من المخاطرة + (متوسط معدل العائد لمحفظة السوق - معدل العائد الخالي من

المخاطرة) × معامل بيتا

1-1-3- العائد المتحقق: هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأي أداة من

أدوات الاستثمار ويتكون من العوائد الجارية والعوائد ال أرسمالية، حيث أن العوائد الجارية تكون في

شكل توزيعات الأرباح أو الفوائد في حين أن العوائد ال أرسمالية تنتج عن الفرق بين سعر شراء وبيع

الأصل المالي. ³

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص 60.

² المرجع نفسه، ص 49.

³ المرجع نفسه، ص 50.

1-2- مخاطر المحفظة الاستثمارية:

هناك عدة تعريف للمخاطرة من أهمها:¹

- يمكن تعريف المخاطرة بأنها: "الحالة التي تكون فيها إمكانية حدوث انح إرف معاكس عن النتيجة المرغوبة".

- كما تعرف بأنها: "هي احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار".

- كما تعرف أيضا بأنها: "درجة عدم التأكد المرتبطة بقيمة الأصل المالي وعوائده في المستقبل".

يمكن تصنيف المخاطر التي تتعرض لها عمليات الاستثمار بالأوراق المالية إلى مخاطر منتظمة وأخرى غير منتظمة، كما يلي:²

1-2-1- المخاطر المنتظمة: هي المخاطر التي تنشأ نتيجة عوامل متعلقة بالسوق ككل وليست خاصة بمنشأة على حدى ، لذلك يطلق عليها أحيانا بمخاطر السوق. كما أن هذه المخاطر تتعرض لها أسعار كافة الأوراق المالية ويكون مصدرها التغيرات التي تطرأ على الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية ونظرا لأن مصدرها ظروف عامة فإنه يصعب على المستثمر التخلص منها أو تخفيضها بالتنوع. وبالتالي يمكن تلخيص خصائص المخاطر المنتظمة في أنها تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله، تؤثر في جميع الشركات لذلك فهي تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية، لا يمكن تجنب بالتنوع ويمكن قياسها بمعامل بيتا.

1-2-2- المخاطر غير المنتظمة: هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي يكون متعلقا بشركة معينة أو قطاع معين لذلك يطلق عليها البعض بالمخاطر الخاصة، ومن العوامل المؤدية إلى هذا النوع من المخاطر توجهات المستهلكين والإضرابات العمالية التغيرات في القوانين والتشريعات بحيث يكون لكل من هذه العوامل تأثيره الخاص على سعر سهم الشركة المصدرة، يمكن القضاء على هذه المخاطر أو التخفيف من آثارها عن طريق تنوع الاستثمارات. ومن أهم خصائص هذه المخاطر نذكر أنها تنشأ بفعل عوامل تخص الشركة في حد ذاتها، يمكن تجنبها بالتنوع، مقياسها المطلق الانحراف المعياري أو التباين أو معامل الاختلاف.

¹ محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص 423.

² المرجع نفسه، ص 423.

2- طرق تقييم أداء المحافظ الاستثمارية:

يتطلب قياس أداء المحافظ الاستثمارية وجود مؤشرات تساعد على ترتيب المحافظ الاستثمارية وفقا لأدائها الاستثماري والذي يأخذ بالاعتبار عنصرَي العائد والمخاطرة معا، لذلك سنحاول من خلال هذا المحور تناول أهم الأساليب المستخدمة لقياس أداء المحافظ والتي تتضمن الأسلوب البسيط والمزدوج إضافة إلى وجود أساليب أخرى.

2-1- الأسلوب البسيط:

يعتمد على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة، ويناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته ويمكن تحديد مقياس أداء المحفظة عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في المحفظة أو لكل ورقة لوحدها. إن الأسلوب البسيط لم يأخذ بعين الاعتبار بالمخاطر سواء المنتظمة وغير المنتظمة وإنما اقتصر على معدل العائد على الاستثمار وهذا يعتبر غير كاف لتقييم الأداء فيمكن أن نجد معدل عائد مرتفع مقابل مخاطر عالية جدا، كما يمكن أن نجد معدل عائد بنفس المقدار ولكن بمخاطر أقل، وهذا ما أدى إلى ظهور أسلوب آخر يعرف بالأسلوب المزدوج أو العلمي.¹

2-2- الأسلوب المزدوج:

يعتمد هذا الأسلوب على معدل العائد للمحفظة مع مخاطر المحفظة، ويندرج تحت هذا الأسلوب مقاييس أخرى لتقييم الأداء ومن أهمها مقياس ترينور، شارب، جنسن وفاما، كمايلي:²

2-2-1- نموذج ترينور Treynor Model: قدم ترينور في عام 1965 نموذجه الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، بحيث يفترض أن المحافظ يتم تنويعها تنويعا جيدا وبالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا.

2-2-2- نموذج شارب: Sharpe Model قدم وليام شارب عام 1966 مقياسا مركبا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس قياس العائد والخطر ويطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد. ويقاس مقدار الفائض في العائد لكل وحدة من المخاطر المتعلقة بالمحفظة خلال فترة زمنية معينة. وبالتالي فإن مقياس شارب يقيس علاوة مخاطرة المحفظة إلى المخاطر الكلية والتي يعبر عنها بالانحراف

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص ص 227-228.

² Laurent Bodson et al , **Performance de Portefeuille**, Pearson Education, France , 2010, PP 136-140.

الفصل الرابع: استراتيجية تسيير المحفظة الاستثمارية في إطار اقتناء أو التنازل على الأصول

المعياري كما أنه لم يفرق بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل. ويتم استخدام نموذج شارب في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة والتي تخضع لقيود مماثلة كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط .

2-2-3- نموذج جنسن Jonsen Model: قدم جنسن عام 1968 نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد المقدار الأول يمثل الفرق بين عائد المحفظة ومعدل العائد الخالي من الخطر وهو ما يعرف بالعائد الإضافي أما المقدار الثاني فيتمثل في حاصل ضرب معامل بيتا في علاوة الخطر المعبر عنها بالفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من الخطر.

2-2-4- نموذج فاما Fama Model: قدم فاما عام 1972 نموذجاً لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتمثلة في مستويات الخطر وكذلك على أساس التنبؤ بمقتضى السوق المتوقع والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر. إن استخدام نموذج فاما للحكم على أداء المحفظة يمكن تجزئته إلى عنصرين رئيسيين وهما:

- **تقييم الانتقائية:** هو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار مكونات المحفظة وذلك عن طريق عائد الانتقائية والمعبر عنه بالفرق بين عائد السوق وعائد المحفظة.

- **تقييم الخطر:** يعتبر الجزء الثاني في علاقة فاما ويتم قياسه بإجراء مقارنة بين عائد المحفظة المراد تقييمها وعائد المحفظة المتنوعة تنوعاً ساذجاً، ويمكن أن يتجأ هذا الخطر بدوره إلى عاملين يظهران كنتيجة لاختيارات المستثمر من جهة واختيارات المدير المسؤول عن المحفظة من جهة أخرى وبالتالي يصبح الخطر مكون من خطر المدير وخطر المستثمر.

2-2-5- مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر (RAP): قدم Leah&franco Madigliani سنة 1997 مؤشر أطلق عليه نموذج الأداء المعدل بالمخاطر، ويسمى أيضاً نموذج M^2 حيث أن مقاييس شارب وترينور مقاييس جيدة عند تقييم أداء المحافظ الاستثمارية، بينما يصبح تقييم أداء محفظة استثمارية واحدة باستخدام هذه المقاييس أمراً صعباً، حيث أن مقياس الأداء المعدل بالمخاطر هو مقياس مبني على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقييم محفظة استثمارية أمراً سهلاً. أما الجديد الذي قدمه مؤشر RAP فيتمثل في إضافة العائد الخالي من المخاطرة إلى أداء المحفظة، باعتبار أن

الفصل الرابع: استراتيجية تسيير المحفظة الاستثمارية في إطار اقتناء أو التنازل على الأصول

المستثمر سوف يحصل على هذا العائد في أسوأ الافتراضات إذا ما قرر عدم استثمار أمواله في المحفظة مع تفضيل الاستثمار الخالي من المخاطرة في أوراق مالية حكومية.

III. سياسات واستراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية:

1- أسس وخطوات إدارة المحفظة الاستثمارية:

1-1- أسس إدارة المحفظة الاستثمارية:

تتمثل أسس إدارة المحفظة الاستثمارية في:¹

1-1-1- التخطيط: يتطلب التخطيط للمحفظة تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المنظمة، إذ أن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة يعرض المستثمر إلى صعوبات تترك آثارها على رأس مال المستثمر ولهذا تتطلب المحفظة التفكير وتهيئة قائمة بالأوراق المالية كبداية متاحة تتسجم وأهداف المستثمر.

1-1-2- التوقيت: تعني اختيار المستثمر للوقت المناسب عند دخوله السوق أو الخروج منه، فلا يقوم بالشراء إلا عندما تنخفض الأسعار ولا يبيع حتى يضمن ارتفاعها وهنا يظهر دور الخبرة والأقدمية والمعرفة العلمية على أن يتزامن قرار البيع والشراء أو الاحتفاظ بالأسهم مع الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسية.

1-1-3- التحفظ والتعقل: يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء المحفظة الاستثمارية وهذا طبقاً إلى مبدأ المنفعة وعلى المستثمر أن لا يتجاوز حدود التحفظ والتعقل حتى لو كان يريد تحقيق أرباح عالية وتقبل درجة مخاطر مرتفعة إلا أنه لا يتجاوز حدود إمكانياته وقدراته.

1-1-4- المتابعة والمراقبة: تعني متابعة أسعار الأدوات الاستثمارية في السوق بشكل مستمر وذلك لمحاولة تجنب الخسائر في حالة انخفاض الأسعار، في حين أن المراقبة تعني إعادة النظر في الأصول المشكلة للمحفظة الاستثمارية من وقت لآخر.

1-1-5- الاعتماد على المتخصصين: أي الاعتماد على أصحاب الخبرات المالية لمساعدة المستثمر على إدارة محفظته الاستثمارية ويوجد العديد من المؤسسات المالية والادخارية التي تقوم بعمل إدارة المحفظة لحساب غير مقابل الحصول على عمولة.

¹ محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 499.

1-2-2-1 خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية:

لغرض نجاح عملية الاستثمار في المحفظة لابد من تحديد الخطوات التي يقوم بها مدير المحفظة لإدارة أمواله بكفاءة، ويمكن إجمال هذه الخطوات فيما يلي¹:

1-2-1-1 تخطيط المحفظة: تعني تحديد الأهداف التي تسعى الإدارة لتحقيقها والوسيلة المستخدمة في ذلك وتتلاءم هذه الأهداف مع رغبات المستثمرين وميولهم ويتم ذلك في ضوء إمكانيات المحفظة والتخطيط يتم من خلال:

- **تحديد موقع المستثمر:** أي تحديد رأسمال الذي ينوي المستثمر وضعه في المحفظة ولابد أن يكون ممول بالملكية وليس بالاقتراض.

- **تحديد موقع مدير المحفظة:** يجب أن يتحلى المدير بشخصية مميزة قادرة على اتخاذ الرأي الحكيم وأن يكون ملماً بالمأما واسعاً بكل الظروف حتى يتمكن من اتخاذ القرار الأمثل.

- **وضع مقاييس للاستثمار:** ويتم عن طريق ترجمة ما يريده المستثمر وما يريد أن يحصل عليه وما يحاول مدير المحفظة تحقيقه، تعتمد هذه الخطوة على إيجاد مقاييس للمخاطرة والعائد أي تحديد حجم المخاطر الممكن للمستثمر القبول بها وتحديد العائد الذي يرضي رغبات المستثمر.

1-2-2-2 تحليل الاستثمارات: لابد من قيام إدارة المحفظة بالتحليل الاقتصادي الشامل والتحليل القطاعي ثم التشخيص الأولي للأوراق المالية التي سيتم ضمها إلى مكونات المحفظة، ثم يعقب ذلك القيام بالتحليل المالي لكل ورقة مالية يتم اختيارها.

- **التحليل الاقتصادي:** ويقصد به تحليل البيانات والمعلومات عن الاقتصاد الكلي وعن القطاعات والشركات المساهمة فيه لتسهيل مهمة اتخاذ قرار اختيار الأصول المشكلة للمحفظة، ويركز هذا التحليل على دراسة اتجاهات السياستين المالية والنقدية للدولة ومدى تأثيرها على الاقتصاد بشكل عام وعلى الشركة بشكل خاص لأن طبيعة السياستين تعطينا مؤشراً عن أداء الاقتصاد واتجاهاته في الفترة القادمة مما يحدد التوقيت الملائم في اتخاذ قرار الشراء والبيع وكذا طبيعة الأدوات المراد ضمها للمحفظة. ومن أهم المؤشرات المستخدمة في عمليات التحليل الاقتصادي هي:

¹ إدريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص ص 299-310.

الفصل الرابع: استراتيجية تسيير المحفظة الاستثمارية في إطار اقتناء أو التنازل على الأصول

➤ مؤشرات تسبق الأحداث الاقتصادية: وهي المؤشرات التي تعطي انطباعات أولية عن ما سيحدث في الاقتصاد خلال المراحل القادمة مثل معدلات التغير في الأسعار، اتجاه عرض النقد والطلب عليه، حجم المبيعات.

➤ مؤشرات مواكبة للأحداث الاقتصادية: وهي المؤشرات التي تعزز الانطباع الأولي الذي يكون لدى إدارة المحفظة عن حالة السوق مثل مبيعات القطاع الصناعي والتجاري والخدمات، صافي دخل الفرد.

➤ مؤشرات لاحقة للأحداث الاقتصادية: وهي التي تبين مدى كون الزواج أو الكساد فعلي أو مزيف ومن هذه المؤشرات المخزون السلعي (ارتفاع حجم المخزون السلعي يعني أن الزواج زائف وغير حقيقي)، معدل التغير في الفائدة على القروض (في حالة الزواج يزداد الطلب على الأموال مما يؤدي إلى ارتفاع معدل أسعار الفائدة).

- التحليل القطاعي: يقوم على أساس اختيار القطاع أو الصناعة المكونة للمحفظة الاستثمارية فيفرز هذا التحليل الأدوات الاستثمارية على أساس القطاعات كالقطاع الزراعي، الصناعي والمالي.

- التشخيص الأولي: هي الخطوة التي يتم من خلالها تحديد مجموعة الأدوات التي تم الحصول عليها في ضوء المعلومات والبيانات الناتجة من التحليل الاقتصادي والقطاعي وهنا يدخل عنصر الكفاءة والخبرة لإدارة المحفظة.

- التحليل المالي: بعد تحديد الأدوات الاستثمارية من أسهم الشركات المختارة نقوم بالتحليل المالي وذلك باستخدام النسب المالية، قائمة مصادر واستخدامات الأموال، قائمة التدفق النقدي والقيمة المضافة إلى غير ذلك.

1-2-3- اختيار المحفظة: هي الخطوة الأولى العملية في تأسيس وإدارة المحفظة حيث تتكون من عنصرين رئيسين وهما:

- قرار المزج الرئيسي: ويقصد به توزيع رأسمال على أنواع رئيسية من الاستثمارات ثم توزيع آخر إلى استثمارات فرعية متخصصة بحيث يتم التوزيع على الأسهم والسندات وتخصص جزء كنقدية لمواجهة الطوارئ أو الصفقات السريعة، ويأخذ هذا القرار من أعلى مستوى من الإدارة إما من مجلس الإدارة أو من المدير العام.

- اختيار الأوراق المالية: يتم اختيارها بناء على توزيع رأس المال وذلك من خلال قرارات المزج الرئيسي واعتمادا على الخطوات السابقة أي التخطيط وتحليل الاستثمارات.

الفصل الرابع: استراتيجية تسيير المحفظة الاستثمارية في إطار اقتناء أو التنازل على الأصول

1-2-4- تقييم المحفظة: يتعلق بفحص القيمة السوقية لأصول المحفظة خلال فترة زمنية وذلك من

أجل مقارنة الانجازات والنتائج بالأهداف المرغوب تحقيقها ويتم تقييمها بخطوتين:

- قياس الانجاز: يتم بفحص القيمة السوقية ومقارنتها بفترة زمنية سابقة بحيث يستطيع المدير معرفة مدى التغير في القيمة السوقية من فترة لأخرى.

- مقارنة الانجاز: وهي محاولة للحكم على مدى صحة قرارات مدير المحفظة ونجاحها في زيادة ثروة المحفظة، ويتم بالمقارنة مع محافظ أخرى أو المقارنة بمعدلات السوق أو معايير أخرى تقدمها بعض شركات الخبرة.

1-2-5- مراجعة المحفظة: تعتبر عملية مراجعة وتنقيح المحفظة المركز الرئيسي لعمل وإدارة

المحفظة وهو العنصر الذي يجعل الإدارة متحركة وعلى أساسها تتغير قرارات المزج الرئيسي واختيار الأوراق المالية.

2- سياسات إدارة المحفظة الاستثمارية:

تختلف السياسات الاستثمارية باختلاف سياسة المحفظة وطبيعة أغراضها وأهدافها ومعدل العائد المراد تحقيقه، وتقوم إدارة المحفظة بشراء وبيع الأوراق المالية بغرض تكوين محفظة استثمارية تتلاءم مع هذه الأهداف وتحقيق السياسات الاستثمارية المنشودة، من أهم السياسات المستخدمة في إدارة المحفظة الاستثمارية ما يلي¹:

1-2- السياسة الهجومية: يهدف مدير المحفظة من خلال هذه السياسة إلى الحصول على أرباح رأسمالية مستقيماً من الفروقات بالأسعار السوقية لمكونات المحفظة، وتتميز هذه السياسة بارتفاع درجة المخاطر نظراً للمتغيرات الاقتصادية المؤثر على الأدوات وأفضل أدواتها الأسهم العادية، لذلك على إدارة المحفظة وخبرائها الدقة عند اتخاذ القرار خوفاً من تحقيق خسارة كبيرة ويتم استخدام هذه السياسة في حالة وجود مؤشرات ازدهار اقتصادي.

2-2- السياسة الدفاعية: هي تلك السياسة التي تتبناها إدارة المحفظة لتلبية لرغبة المستثمرين المحافظين فتكون حساسة للمخاطر وتمنح الأولوية لعنصر الأمان على حساب العائد، وأنسب الأدوات الاستثمارية هي الأدوات ذات الدخل الثابت مثل السندات والأسهم الممتازة والتي يطلق عليها بمحافظ الدخل وتقوم

¹R.Theoret ,traité de gestion de portefeuille ,Vuibert, paris, France , 1996, P 39.

الفصل الرابع: استراتيجية تسيير المحفظة الاستثمارية في إطار اقتناء أو التنازل على الأصول

إدارة المحفظة باختيار هذه السياسة عندما تشعر بوجود مؤشرات تعكس توجه الاقتصاد نحو الركود الاقتصادي.

2-3- السياسة المتوازنة: تمزج هذه السياسة بين المحافظة والمخاطرة وتستخدم بشكل كبير من قبل أغلب مدراء المحافظ الاستثمارية كونها تتلاءم مع رغبات المستثمرين الرشيد الذين يسعون إلى تحقيق استقرار نسبي في العائد والحصول على أرباح معقولة وبمخاطر مقبولة، لذلك فإن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة متنوعة بين الأسهم العادية، الممتازة والسندات، كما أن هذه السياسة توفر المرونة العالية في اختيار وتشكيل المحفظة وفقا للأهمية النسبية لكل أداة وهذا ما يسهل للخبراء إلى زيادة الأدوات الاستثمارية ذات الدخل المرتفع عند حصول رواج اقتصادي والعكس في حالة الركود.

3- استراتيجيات إدارة المحفظة الاستثمارية:

تمثل استراتيجية الاستثمار في الأوراق المالية السبيل الذي يسلكه المستثمر لاتخاذ القرارات الاستثمارية الخاصة بتحديد أهداف الاستثمار وكيفية اختيار وتكوين المحفظة الاستثمارية فضلا عن تحديد المخصصات المالية للأصول واختيار التوقيت الملائم للاستثمار المتمثل في وقت الدخول والخروج ومواعيد إحلال الأصول الاستثمارية، وتتنوع استراتيجيات الاستثمار في السوق المالية تبعا لاختلاف نظرة المستثمرين إلى فرضية الكفاءة السوقية ومدى تحقيقها ويمكن التمييز بين استراتيجية الاستثمار التي تعترف بكفاءة السوق و استراتيجية أخرى لا تعترف بكفاءة السوق.

3-1- الإستراتيجية الساكنة:

تتضمن استراتيجية شراء الأصل وحيازته ويشترط إتباع هذه الاستراتيجية توفر شرطي الكفاءة وتجانس التوقعات، وذلك باعتبار أنه في ظل كفاءة السوق تكون الأصول مسعرة بصورة صحيحة وتعكس القيمة الحقيقية للأصل المالي، أما في حالة تجانس توقعات المستثمرين بشأن العوائد على الأصول والمخاطر المرتبطة بها فإنه سيكون مقنعا بحيازة بعض التوليفات من الأصول الخالية من المخاطر. ومن أبرز أساليب هذه الاستراتيجية مايلي¹:

3-1-1- استراتيجية الشراء والاحتفاظ: نقضي أنه بمجرد توفر الأموال فإنه على المستثمر أن يسارع في الشراء دون انتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق ملائمة كما أنه عليه أن يتخلص منها في

¹ حسن اسماعيل فارس، آلية مقترحة لتقييم واختيار الأسهم بمحافظ الأوراق المالية، مجلة الشروق للعلوم التجارية، العدد 02، جامعة الإسكندرية، مصر، جوان 2008، ص ص 126_127.

الفصل الرابع: استراتيجية تسيير المحفظة الاستثمارية في إطار اقتناء أو التنازل على الأصول

الوقت المناسب، وفي ظل هذه الاستراتيجية فإنه على المستثمر أن يختار التشكيلة التي تتكون منها المحفظة بما يحقق أهدافها وفي إطار مستوى المخاطر التي يستطيع تحملها وعلى المستثمر أن يجري تغييرا في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح بتحمل مخاطر أكبر أو أقل.

3-1-2- استراتيجية صناديق المؤشرات: تقضي تلك الاستراتيجية بقيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لأحد مؤشرات السوق وبنفس نسبة الأسهم لكل شركة داخل المؤشر وبالتالي ضمان تحقيق عائد يماثل عائد المؤشر والتي يعبر عن متوسط عوائد الأسهم المتداولة في السوق.

3-2- الاستراتيجية النشطة:

هي تقوم على فروض معاكسة تماما للفروض التي قامت عليها الاستراتيجية السابقة حيث أنها لا تعترف بأن القيمة السوقية للأصل المالي تعكس قيمته الحقيقية وبالتالي عدم توفر شرط الكفاءة، وهذا ما يجعل إمكانية تحقيق أرباح غير عادية بالنسبة للبعض منهم وهو الهدف من تكوين المحفظة والأساس المعتمد عليه في اختيار الأوراق المالية المكونة لها. ومن أهم أساليبها:¹

3-2-1- استراتيجية اختيار الأوراق المالية: تقتضي هذه الاستراتيجية القيام بالتحليل الأساسي والفني وكذا سبل تقييم الأوراق المالية بهدف تحديد القيمة الحقيقية لها ومقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار ضمها للمحفظة أو استبعادها منها، فالتحليل الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة وعن ظروف كل صناعة والوقوف على أفضل الشركات التي تنتمي للصناعة، فضلا عن التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه التاريخي لحركة سعر السهم وحجم التعاملات عليه بهدف اكتشاف نمط لحركة أسعار بعض الأسهم والتي على ضوئها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد بعض الأوراق المالية.

3-2-2- استراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة: هي تلك الاستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم شركات تنتمي إلى قطاعات أخرى.

3-2-3- استراتيجية توقيت السوق: تقتضي بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية أو يقلل المخاطرة إذا أدرك وقت دخوله للسوق ووقت خروجه موجهة حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة

¹ سمية بلجيكية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لعوائد أسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996_2006، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2009-2010، ص 75.

الفصل الرابع: استراتيجية تسيير المحفظة الاستثمارية في إطار اقتناء أو التنازل على الأصول

الأجل كالودائع المصرفية وأذون الخزانة، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم.

I. أساسيات عمليات الاندماج والاستحواذ:

1- أساسيات عمليات الاندماج:

1-1- مفهوم عمليات الاندماج:

تعددت تعاريف الاندماج كما يلي:

- يعرف الاندماج بأنه: "الجمع بين شركتين متساويتين في الحجم ومتشابهتين من حيث نطاق وحجم عملياتهم وجمعهم في شركة واحدة".¹

- كما يمكن تعريف الاندماج بأنه عبارة عن: " اندماج شركتين أو أكثر في كيان قانوني واحد مع فقدان هويتهم القانونية السابقة أي انه يتم التركيز على عمليات الاندماج كمعاملات من أجل التأكيد على التغيير المصاحب للتكوين التنظيمي".²

فالاندماج عبارة عن توجه من شركتين أو أكثر نحو التكتل أو المزج والتحالف لتشكيل كيان جديد يكون بمقدوره تحقيق الأهداف التي عجزت الشركات بمفردها على تحقيقها أو للتغلب على بعض المشاكل التي تعاني منها الشركات، كمشكلات ضعف انخفاض الربحية مما يحافظ على تعزيز الموقف المالي والحفاظ على الموقف التنافسي. ومن دوافع عمليات الاندماج أنها قد تكون لسد الثغرات في القدرات والامكانيات اذ أنها تعتبر من الدوافع الرئيسية الذي تحاول الشركات الوصول إليه من خلال الاندماج للوصول إلى الموارد الاستراتيجية على سبيل المثال الأصول غير الملموسة مثل قدرات الإدارة والتي يمكن ان تظهر أنه على المدى الطويل بالإضافة الى محاولة الدخول أسواق جديدة وتحسين الكفاءة كذلك ما يتعلق منها بكسب زبائن جدد أو الحصول على حصة سوقية عالية من خلال عمليات الاندماج واقامة علاقات متينة ومستدامة مع الزبائن.³

ويمكن القول بأن الشركات تسعى إلى تحقيق عدد من الأهداف من خلال عملية الاندماج يمكن تلخيصها

فيمايلي:

- زيادة القدرة على البحث والتطوير؛

¹ Akinbuli, Sylvester Feyi& Kelilume, Ikechukwu, Effects of mergers and acquisitions on corporate growth and profitability: evidence from Nigeria, **Global World Business Research Journal**, Vol 7, No1, 2013, PP:43-58.

² Idem, PP43-58.

³ Bolori ,Bukar Umar, The Impact of Forced Mergers and Acquisitions of Banks On Nigerian Banking Industry, **International Journal Of Advanced Research in Engineering & Management (IJAREM)**, Vol. 01, Issue 08, 2015, PP 100-105.

- زيادة عدد الزبائن ولابتكار المنتجات والخدمات. لتعزيز الموقف في السوق (الموقف التنافسي)؛
 - للحصول على فوائد من وفورات الحجم؛
 - الحصول على أفضل إلى الموارد؛
 - تقديم استجابة لتغير السوق أو الظروف الاقتصادية في بيئة الشركات؛
 - الحصول على الدعم من الحكومة؛
 - الحصول على تكنولوجيا متفوقة ومعرفة جديدة؛
 - تحقيق المزايا الاستراتيجية، ولتحسين المنتج (سواء السلعة والخدمة) من حيث النوعية والكمية.
- 1-2- أشكال الاندماج:**

يمكن توضيح الأشكال الرئيسية لعمليات الاندماج كالآتي¹:

- 1-2-1- حسب طبيعة نشاط المؤسسات:** وفقا لهذا المعيار يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع هي:
- **الاندماج الأفقي:** ويشمل اندماج مؤسسات تعمل وتتنافس في نفس المجال ونفس نشاط العمل، وهذا ما يؤدي إلى الاستفادة من اقتصاديات الحجم وتقليل التكاليف وتعزيز القوة السوقية، إلا أنه قد يخلق مشكلة الاحتكار، لذلك اتجهت العديد من الحكومات نحو تنظيم عمليات الاندماج الأفقي لما لها من تأثير سلبي وقوي على المنافسة.
 - **الاندماج العمودي:** ويشمل اندماج مؤسسات متكاملة ومتراصة من حيث الأنشطة الإنتاجية وتعتمد في إنتاجها على بعضها البعض في سبيل تحقيق علاقة المورد المستهلك، وتأمين الموارد والسيطرة على توزيع المنتجات.
 - **الاندماج المتنوع:** يتم بين مؤسستين أو أكثر تعملان في أنشطة مختلفة، غير مترابطة فيما بينها، حيث يمكن هذا النوع من الاندماج أن يؤدي إلى زيادة المنتجات والتوسع إلى أسواق أخرى.
- 1-2-2- حسب السيطرة:** وفقا لهذا المعيار يمكن التمييز بين نوعين من الاندماج:
- **الاندماج الودي:** يتم هذا النوع من الاندماج من خلال تطابق الإرادة والتفاهم المشترك بين مجالس إدارات المؤسسات المشاركة في الاندماج بهدف تحقيق مصلحة مشتركة.

¹ Al-Dabbas, Mutasim Mohammed, The impact of merger on the performance and profits of companies, **Journal of the Islamic University for Economic and Administrative Studies**, Vol. 20, No. 2, 2012, PP 511-544

- الاندماج العدائي: فيتم ضد رغبة إدارة المؤسسات المستهدفة للاندماج، ويحدث هذا النوع عادة عندما تسيطر إدارة ضعيفة على قدرات المؤسسات ذات إمكانيات جيدة، لذلك فإن المؤسسات القوية والناجحة سوف تضع أنظارها تجاه هذه المؤسسات الضعيفة للاستيلاء عليها.

1-3-المخاطر المرتبطة بعمليات الاندماج:

ينظر إلى مصطلح " المخاطر " على أنه تعرض الشركة لعدم اليقين بشكل عام ويتضمن حالة عدم اليقين العديد من أنواع المخاطر، فكل وحدة اقتصادية تواجه مجموعة مختلفة من المخاطر، بناء على طبيعة عملها والعوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية ذات الصلة بها وخصائص الصناعة التي تعمل بها مثل درجة المنافسة ، ونقاط القوة والضعف لدى منافسيها، وتوافر المواد الخام المواد الأولية، والعوامل الداخلية الخاصة بالوحدة الاقتصادية مثل كفاءة وتوقعات الإدارة، وحالة العلاقات الصناعية، والاعتماد على الأسواق الخارجية للمدخلات، والمبيعات، أو الموارد المالية، وقدرات موظفيها، وعوامل أخرى لا حصر لها. وفيما يلي قائمة بأهم أنواع المخاطر المرتبطة بعمليات الاندماج¹:

- مخاطر السيولة: مخاطر عدم إمكانية سداد المبالغ المستحقة الدفع بسبب نقص الأموال المتاحة.
- المخاطر المحاسبية: هي مخاطر تتعلق بالسجلات المالية التي لا تعكس بدقة الوضع المالي للشركة.
- مخاطر الائتمان: هي مخاطر عدم قيام الطرف المقابل بدفع المبالغ المستحقة عند استحقاقها.
- المخاطر السيادية: وهي مخاطر الائتمان المرتبطة بإقراض الحكومة نفسها أو طرف تكفله الحكومة.
- مخاطر الأعمال: وهي المخاطر المنطقية بعدم القدرة على تحقيق أهداف العمل بسبب الاستراتيجيات غير الملائمة، وعدم كفاية الموارد أو التغييرات في البيئة الاقتصادية أو التنافسية.
- مخاطر السوق: هي مخاطر الخسارة بسبب التغيرات في أسعار السوق ويشمل ذلك ، مخاطر أسعار الفائدة ومخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية ومخاطر أسعار السلع ومخاطر أسعار الأسهم).
- المخاطر التشغيلية: تمثل مخاطر الخسارة بسبب الإجراءات التي يقوم بها أو من قبل الأشخاص والعمليات والبنية التحتية أو التكنولوجيا أو ما شابه ذلك، والتي لها تأثير الاداء التشغيلي.

¹ Baniya, Dinesh& Shah,Manjeela, A Study On The Factors Affecting Merger And Acquisition Decision In Nepalese Banking Sector, Faculty of Business and Law Department of Economics and Business Administration, University of Agder, Nepalese, 2016, PP3-4.

- مخاطر البلد: هي مخاطر عدم توفر عملة أجنبية للسماح بدفع المدفوعات، بسبب نقص العملة الأجنبية أو قيام الحكومة بترشيد ما هو متاح.
- المخاطر السياسية: هي مخاطر حدوث تغيير في الإطار السياسي للبلاد.
- مخاطر الصناعة: هي المخاطر المرتبطة بالعمل في صناعة معينة.
- المخاطر النظامية: هو مخاطر أن يؤدي حدث معين كالاندماج مثلا إلى عواقب متوقعة في الأنظمة المحلية.
- مخاطر السمعة: هي خطر تأثر سمعة الشركة سلبا.

1-4- طرق تسديد صفقات الاندماج:

- بعد القيام بتقدير قيمة الشركة أو الشركات المعنية بعملية الاندماج يتم اختيار الطريقة المناسبة لتسوية صفقة الاندماج بما يضمن تحقيق المنافع الممكن تحقيقها وتخفيض التكاليف ومن أهم طرق تسديد صفقات الاندماج ما يتمثل بالآتي:¹
- الشراء النقدي: بموجب هذه الطريقة يتم تمويل عمليات الاندماج الودية ففيها يتم تسديد قيمة صفقة الاندماج بشكل نقدا سواء شراء الشركة بكامل موجوداتها أو شراء أسهم الشركة أو الشركات المستهدفة في عملية الاندماج وتحويل ملكة الشركة المندمجة الى الشركة الدامجة.
 - مبادلة الأسهم: حسب هذه الطريقة يتم تسديد وتمويل عملية الاندماج عن طريق استبدال أسهم مساهمي الشركة المندمجة بأسهم جديدة في الشركة الدامجة فيتم تحويل المساهمين من الشركة المندمجة الى الشركة الدامجة أو الشركة الجديدة في حالة الاتحاد.
 - التسديد المختلط: هذه الطريقة هي عبارة عن مزيج من الطريقتين السابقتين، ففيها يتم تسديد جزء من الصفقة نقدا والجزء الآخر يتم تسديده عن طريق مبادلة الاسهم من خلال شراء جزء من أسهم الشركة المستهدفة نقدا من السوق المالية، والجزء الآخر عن طريق مبادلة أسهم مساهمي الشركة المستهدفة بأسهم في الشركة الدامجة وحسب الاتفاق.

¹ Hayek, Mohammed Ali, **the impact of mergers between Jordanian public shareholding companies in their shares, an applied study**, doctoral thesis in accounting (unpublished) submitted to the Faculty of Economics, Al-Bayt University, Baghdad, 2015, PP43-44.

2- التأسيس النظري لاستراتيجية الاستحواذ:

2-1- مفهوم عمليات الاستحواذ:

تعددت تعريفات الاستحواذ بتعدد مرادفاته، وتعرف استراتيجية الاستحواذ كما يلي:

- الاستحواذ عبارة عن: " منظمة مهيمنة وأخرى تابعة وتولى المنظمة المسيطرة القيادة حيث تقوم بإذابة الشركة المستحوذ عليها في تنظيمها الإداري، أو تعمل على إدارتها كشركة تابعة تكون تحت حكمها وسيطرتها".¹

- كما يمكن تعريف الاستحواذ بأنه: " شراء مؤسسة قائمة أصغر حجماً من المؤسسة المستحوذ، وإضافتها بكافة منتجاتها وخطواتها الإنتاجية إليها، ويحدث عندما تفقد الشركة المستحوذ عليها كينونتها وتتحول إلى وحدة عمل تابعة للشركة المستحوذ".²

- كما يعرف أيضاً على أنه: " قيام الشركة بشراء جميع أو غالبية أسهم شركة أخرى مباشرة من المساهمين، ويتطلب شراء أصول الشركة صويت مساهمي الشركتين بأغلبية الثلثين، ويمكن للشركة المستحوذ شراء موجودات الشركة المستحوذ عليها نقداً أو عن طريق مبادلة الأسهم أو أوراق مالية أخرى مقابل أسهم الشركة المشتراة".³

وعليه يمكن تعريف الاستحواذ بأنه سيطرة شركة قوية على أخرى ضعيفة من خلال شراء جميع الأسهم أو غالبيتها، كما تصبح شركة المستهدفة تابعة للشركة المستحوذ دون فقدان اسمها التجاري.

2-2- أشكال عمليات الاستحواذ:

توجد العديد من الأنواع المتعلقة باستراتيجية الاستحواذ، تتمثل في:⁴

2-2-1- حسب نوع المعاملة: تتمثل فيما يلي:

- العرض العام لشراء الأسهم: في هذه الحالة يتم نقل ملكية حصص مساهمي الشركة المستهدفة إلى الشركة المستحوذ عن طريق الشراء، حيث تقترح الشركة التي عرض الاستحواذ سعراً لاسترداد الأوراق المالية المستهدفة، وهو على العموم أعلى من آخر سعر للسهم، فيقوم المساهم إما بالتنازل عن

¹ أحمد سيد مصطفى، الإدارة الاستراتيجية: دليل المدير العربي للتفكير والتغيير الاستراتيجي، القاهرة، مصر، 2005، ص 249.

² فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، اليمن، 2011، ص 217.

³ المرجع نفسه، ص 217.

⁴ Audrey, A, La perception de la performance des fusions et acquisitions dans le secteur bancaire (thèse de doctorat). sciences de gestion, Nice Sophia Antipolis, 2013, PP 55-57.

أسهمه بغرض الحصول على المقابل نقداً أي قبول السعر الذي عرضه للمشتري، أو الاحتفاظ بأوراقه المالية كون سعر الشراء العروض يعتبر غير كاف.

- العرض العام لتبادل الأسهم: تقترح الشركة القائمة بالعرض على مساهمي الشركة المستهدفة استبدال أسهمهم بأسهم الشركة، وتقوم هذه الأخيرة بزيادة رأس عن طريق إصدار أوراق مالية جديدة وتقدم تبادل الأسهم الجديدة مقابل أسهم الشركة المستهدفة، وبمجرد اكتمال المعاملات يصبح المساهمون المستهدفون مساهمين في الشركة العارضة، في حين تصبح الشركة المستهدفة شركة تابعة. ويسمح هذا النوع من المعاملات بالسيطرة الفعالة على شركة أخرى دون تدفق السيولة.

- الاستحواذ عن طريق الامتصاص (البلع): في هذه الحالة تقوم المؤسسة المستحوذة بالحيازة على كل عناصر أصول وخصوم الشركة المستهدفة، ونتيجة لهذه العملية تزول الشركة المستهدفة وتحصل مساهميها على أسهم جديدة تطرحها الشركة المستحوذة التي ستتمكن من رفع رأسمالها كما ستتغير ميزانيتها كونها أصبحت تضم أصول وخصوم الشركة المستهدفة.

2-2-2- حسب الشكل: وتتمثل فيما يلي:

- الاستحواذ للنمو الرأسي: يتكون النمو الرأسي للاستحواذ من شركات تقع في مراحل مختلفة من الإنتاج لزيادة قوتها في السوق من خلال التحكم في الوصول إلى المواد الخام، قنوات الإنتاج و/أو التوزيع.

- الاستحواذ للنمو الأفقي: يتعلق هذا النوع بعمليات الاستحواذ بين الشركات المتنافسة أي التي تقدم نفس المنتجات أو الخدمات في نفس السوق وهذا النوع من الاستحواذ هو الأكثر شيوعاً وتمثل أكثر من نصف حالات الاستحواذ في الأسواق الأمريكية والأوروبية، وتهدف هذه العمليات بشكل عام إلى التخصص والسيطرة على جزء كبير من السوق.

2-3- دوافع عمليات الاستحواذ:

توجد العديد من الأسباب التي تدفع بالشركات لتبني استراتيجية الاستحواذ، منها:¹

- تنويع المنتجات من خلال الاستحواذ على شركة لديها خط منتج آخر ذو آفاق واعدة، حتى تقلل الشركة من مخاطر الاعتماد على منتجها التقليدي.

¹ أحمد سيد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص ص 257-258.

- زيادة الحصة السوقية للشركة من خلال ضم منافس آخر.
- تحقيق الاستقرار في المبيعات والدخل نتيجة الاستحواذ على شركة لا يتأثر الطلب على منتجاتها بتقلبات دورة الأعمال.
- الحصول على الموارد المتوفرة في المنظمة المستحوذ عليها كالتدفقات النقدية، الخبرات الفنية المواقع المادية، منافذ التوزيع أو براءات الاختراع.
- زيادة الفعالية والربحية خاصة إذا تعاونت الشركتين.
- الرغبة في منع المنافس من اكتساب سعة إضافية في السوق، وبالتالي تحسين الشركة لمركزها التنافسي.
- القيمة السوقية للشركة المستهدفة تكون أقل من قيمتها الحقيقية.
- الاستحواذ على تكنولوجيا جديدة.
- طبيعة الشركة ومدى التقدم في تكنولوجيا الإدارة، حيث يتحدد حجم الشركة بناء على كفاءتها في أداء وظائفها المتعلقة بنظم المعلومات بالإضافة للتنسيق بين الأنشطة المختلفة مقارنة بأداء المنظمات الأخرى، حيث كلما زادت كفاءة الشركة كان ذلك التفوق دافعا للنمو على حساب الشركات الأخرى الأقل كفاءة.
- التغير التكنولوجي وما يتبعه من تكاليف ثابتة مرتفعة تتحملها الشركة لدى تحاول هذه الأخيرة الاستحواذ على الشركات الأخرى التي تمتلك تكنولوجيا جديدة وعالية وتتمكن من استخدامها بشكل جيد بهدف استغلالها واللجوء للشركة الأصلية لتجنب مخاطر الفشل في استخدام هذه التكنولوجيا.

3- التمييز بين الاندماج والاستحواذ:

- يستخدم مصطلحي الاندماج والاستحواذ بشكل متلازم كون كليهما يهدف الى النمو والتوسع في نشاطات الشركات بغض النظر عن كيفية تحقيقه، ويمكن حصرها فيما يلي: ¹
- الاندماج يحدث بالاتفاق بين الأطراف المندمجة لتكوين شركة جديدة، بينما الاستحواذ يحدث عندما تشتري إحدى الشركات شركة أخرى؛
 - في حالة الاندماج يصبح مساهمي الشركة المندمجة مساهمين في الشركة الدامجة، بينما في حالة الاستحواذ يتلقى المساهمون مبلغا نقديا أو سندات دين من الشركة الدامجة من دون أن يصبحوا مساهمين فيها؛

¹ لمياء عماني، سميرة بن علي، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية: التركيب المالي وإعادة الهيكلة، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2021، ص ص 186-187.

- في حالة الاندماج تزول الشركة المندمجة، بينما في حالة الاستحواذ الجزئي لا تزول الشركة وتصبح فرعاً للشركة الدامجة؛

- الاندماج يكون نتيجة تأسيس كيان جديد تؤول إليه جميع الموجودات والتزامات الشركة المندمجة مع إمكانية الاحتفاظ باسم أقوى الأطراف، أما الاستحواذ فيعني انتقال الموجودات والسلطات المتعلقة بجميع النشاطات إلى الشركة الدامجة أما الاستحواذ الجزئي فيكون هذا الانتقال محصوراً على نسبة من الشركة المحلية في شكل قانوني مستقل.

- في الاندماج الودي يشترك كل الأطراف في تأسيس هيكل لإدارة الأعمال الجديدة بينما في الاستحواذ يكون ذلك في الغالب من صلاحيات الشركة المشترية.

4- الآثار السلبية لعمليات الاندماج والاستحواذ:

توجد العديد من السلبيات التي تحيط بعمليات الاندماج والاستحواذ، يمكن رصدها فيما يلي:¹

- مشاكل مالية:

➤ قد يتسبب الاندماج في مشاكل مالية عندما لا تحقق الشركة الدامجة المكاسب المتوقعة كزيادة

العائد على الاستثمار خلال فترة زمنية معقولة؛

➤ عدم الاستعداد التام والتخطيط المحكم لإتمام عملية الاندماج بنجاح؛

➤ ارتفاع أسعار الشراء؛

➤ تصادم الثقافات واختلاف طرق العمل بين الشركات.

- مشاكل اقتصادية واجتماعية: تكون المشاكل الاقتصادية والاجتماعية ناتجة عن التوسع الذي يحدثه الاندماج، أهمها:

➤ عادة ما يصاحب التوسع بين الشركات عملية إعادة تنظيم لهذه الشركات وإعادة هيكلتها مما

يؤدي إلى الاستغناء عن عدد كبير من العاملين وحصولهم على التقاعد قبل سن التقاعد ما يؤثر

بصورة أوبأخرى على المجتمع والنشاط الاقتصادي والاجتماعي؛

➤ بعض أشكال هذا التوسع لا تمثل إضافة جديدة على المستوى الوطني من حيث بقاء حجم المنتج

ونوعيته أو بقاء الخدمة كما هي قبل التوسع.

¹ لمياء عماني، سمية بن علي، مرجع سبق ذكره، ص ص 190-192.

- مشاكل احتكارية: قد يؤدي الاندماج إلى ظهور التكتلات الاقتصادية والشركات الاحتكارية والشركات القابضة مما يضعف المنافسة ويهيئ الفرصة للشركات الكبيرة بالتحكم في السوق. إن اندماج شركتين أو أكثر في كيان جديد يقلص من حجم المنافسة ومن عدد الفاعلين الناشطين على مستوى السوق، مما يسمح للشركات المندمجة من رفع الرباح بشكل أكبر، إلا أن الوضع على مستوى الاقتصاد الوطني لن يكون مرضياً سبب الاحتكار أو احتكار القلة الذي تنشأ عنه تكاليف كلية أخرى. تعمل الشركات دائماً على الاستفادة من الربح الناتج عن الاحتكار وعن غياب القوانين المنظمة للمنافسة بشكل فعال، لذلك لابد من تنظيم عمليات التركيز التي تحدث داخل قطاع معين للحفاظ على المصلحة العامة.

5- الجانب المالي لعمليات الاندماج والاستحواذ:

5-1- خلق القيمة وعلاوة السيطرة:

يمكن تقييم مدى نجاح أو فشل عمليات الاندماج الاستحواذ من خلال تقييم العوائد المنتظرة من هذه العملية ومقارنتها بالتكاليف المحتملة لتجسيدها وخاصة علاوة السيطرة.

عند تقييم الأرباح المرتبطة بعملية الاندماج الاستحواذ لابد من تحديد قيمة علاوة السيطرة التي يكون المسيطر على استعداد لدفعها حتى يسيطر على الشركة المستهدفة، ومن ثم مقارنة هذه العلاوة بمقدار الأرباح المنتظرة من العملية من أجل تحديد مقدار خلق القيمة الإجمالي¹.

عندما تسيطر شركة A على شركة ثانية B يكون هناك ربح من العملية بمجرد أن تصبح قيمة الشركة المستهدفة بعد انضمامها للمجموع الجديد أكبر من قيمتها الحالية أي:²

الربح = قيمة المجموع بعد عملية السيطرة - (VAR) قيمة الشركات قبل عملية السيطرة (VAV)

وتحقيق هذا الربح لا يكفي لخلق القيمة ونجاح العملية وإنما لا بد أن يغطي هذا الربح كلا من التكاليف المحتملة للقيام بالعملية والتي تشمل التكاليف الوسيطة كتكاليف المحامين الاستشارة البنوك.... إلخ بالإضافة إلى علاوة السيطرة (PC_B) والتي تتمثل في السعر الإضافي الذي يكون المسيطر على استعداد لدفعه حتى يتمكن من إقناع المساهمين في الشركة المستهدفة بالتنازل عن حصصهم وتعتبر

¹ صفية صديقي، الاستراتيجية المالية، مطبوعة بيداغوجية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2018-2019، ص 72.

² المرجع نفسه، ص 72.

بمثابة ربح لمساهمي الشركة المستهدفة وتكلفة لمساهمي الشركة المسيطرة، وهذا السعر لابد أن يكون أعلى من السعر الحالي للأسهم هذه الشركة (المستهدفة) ، وعليه:¹

$$V_B = \text{علاوة السيطرة} (PC_B) = \text{السعر المدفوع} - V_B$$

وعليه يكون هناك خلق للقيمة إذا كان:

$$\text{خلق القيمة} = \text{الربح} - \text{علاوة السيطرة} - \text{التكاليف}$$

5-2- طرق تمويل عمليات الاندماج والاستحواذ:

يمكن للشركة المسيطرة اللجوء إلى أكثر من طريقة للدفع لمساهمي الشركة المستهدفة في مقابل التنازل عن حصصهم، حيث يمكن أن يتم الدفع للمساهمين نقداً أو بالأسهم أو مزيج من الشكلين، ولكل أسلوب مزاياه وسلبياته، فالدفع نقداً على سبيل المثال يسمح للشركة المسيطرة بالحفاظ على سيطرتها وفي المقابل فإن الدفع بالأسهم يجنب الشركة المسيطرة من استخدام فوائضها النقدية أي تخفيض خزيرتها أو اللجوء للاستدانة إلا أنه يؤدي إلى فتح رأس المال حيث يصبح المساهمون في الشركة المستهدفة مساهمين في المجمع الجديد وهو ما يسمح لهم بالاستفادة من العوائد المستقبلية الناتجة عن الزيادة في قيمة الشركة المسيطرة. بعد تقدير حجم العوائد المنتظرة من العملية، لابد من الاتفاق بين الشركتين حول كيفية تقسيم هذه العوائد بين كل من الشركة المسيطرة والشركة المستهدفة، حيث تهدف الشركة المسيطرة إلى تقديم أقل سعر ممكن للمساهمين في حين يسعى المساهمون إلى التنازل عن أصولهم مقابل أعلى سعر ممكن، ويتوقف تحديد السعرين على الموقع التفاوضي لكل شرك، فإذا كان أمام الشركة المسيطرة أكثر من خيار للشركة المستهدفة يمكنه من تحقيق أهدافه فيكون عندها في موقع القوة، والعكس إذا كان أمام الشركة المستهدفة أكثر من خيار للشركة المسيطرة فسيكون مساهموها في موقع القوة. عند اختيار الدفع للمساهمين نقداً يمكن للشركة المسيطرة المفاضلة بين عدد من الخيارات، إذ يمكن اللجوء إلى التمويل الذاتي أو الاستدانة أو الرفع في رأس المال.²

¹ صفية صديقي، مرجع سبق ذكره ، ص72.

² المرجع نفسه، ص73.

5-3- عمليات الاندماج والاستحواذ بالاستفادة من أثر الرفع المالي:

تعرف طريقة LBO على أنها اكتساب الشركات عن طريق أثر الرافعة، ويمكن تعريفها على أنها عملية شراء أو تحويل الملكية لشركة ممولة بواسطة موارد خارجية أو ديون، وعادة ما تكون الشركة المشتري عبارة عن شركة قابضة، والتي بدورها تقوم بدفع فوائد الديون مقابل استفادتها من عوائد وأرباح الشركة المستهدفة. حيث يتم الاستحواذ على الشركة عادة بواسطة فريق تسيير وهذا بالإشتراك مع مستثمرين ماليين، وعادة ما يمول جزء من العملية عن طريق قروض بنكية، ويكون الهدف من العملية تطوير المؤسسة والعمل سويا من أجل تحقيق وتعظيم المكاسب على المدى المتوسط. إن الشراء بالاستدانة "LBO" هي تقنية مالية كثيرة الاستعمال في ميدان شراء الشركات ونقل ملكيتها وكذا المشاركة في نمط تسييرها، كما يمكن تعريفه بأنه شراء شركة مستهدفة بواسطة شركة قابضة والتي تتكون من مساهمات مستثمرين بالإضافة إلى دين من قبل البنوك، تدفعها الشركة القابضة كئمن للشراء، كما تسترجع الشركة القابضة هذا الثمن من خلال التدفقات النقدية التي تدفعها لها الشركة المشتراة (المستهدفة). تتميز هذه التقنية بالمشاركة في التسيير ما بين المسيرين في الشركة والمستثمر الجديد.¹

يمكن تمويل عمليات الشراء هذه من خلال المصادر التالية:²

- الأموال الخاصة للشركة القابضة.
- قروض بنكية: بحيث يكون ذو أولوية حين توزيع الأرباح وهو يعتبر من الديون ذات الأولوية الأولى. طرح أسهم أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: بحيث تكون لها أولوية بعد سداد الديون البنكية وهي أكثر خطورة من النوع الثاني من التمويل.
- طرح قروض ثانوية على شكل أسهم بحيث تكون لها أولوية أخيرة في السداد وهي الأكثر خطورة.

أما عن الدوافع لخاصة بـ LBO:³

- فيما يخص الشركة المستهدفة:

➤ تجنب الاندماج والبلع من طرف أحد المنافسين؛

¹ رديف مصطفى، محمد بشير لبيب، تمويل تقنية LBO باستخدام الأدوات المالية الإسلامية، مجلة دفا تر اقتصادي، المجلد 04، العدد 01، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، 2013، ص 03.

² المرجع نفسه، ص 04.

³ محمود صبح، قضايا الهندسة المالية: إعادة هيكلة الشركات، الطبعة الأولى، جامعة عين شمس، مصر، 1998، ص 42.

- تخصيص جزء من مصادرها المالية والبشرية من أجل نموها؛
- الحاجة إلى خطة عمل من أجل مواجهة أثر الرافعة القائم.
- فيما يخص المستثمر: يمثل له تحدي كبير وخطر قائم من جهة وقد يمثل له عائد كبير يكون في فائدة إطارات وأجزاء الشركة.
- فيما يخص البائع:
- عدم بيع الشركة لأحد منافسيه؛
- في الحالات الاقتصادية الحرجة، خاصة في حالة الأزمات يمثل المستثمر الصناعي جزء مهم من سوق الشراء بالاستدانة؛
- التردد في بيع الشركة المستهدفة لمديرها.
- أما عن الطرق المختلفة للشراء بالاستدانة يمكن توضيحها فيما يلي:¹
- مؤسسة من طرف مسيرها أو الإدارة الداخلة (LMBO): هذه الحالة في الشركات الكبيرة التي لها فروع كثيرة وتريد تخفيض حجمها فتبيع أحد الفروع غير الضرورية أو غير المنتجة للمسيرين وديا، مع افتراض أنهم سيقومون بتشغيلها على نحو أفضل مما هي عليه الآن. قد تكون العملية إجبارية في ظل رغبة المساهمين في الاستحواذ على المؤسسة بهدف المحافظة على مراكزها الوظيفية وتجنب النقد والتغيير بالإضافة إلى سعيهم لتكوين ثروات شخصية واتخاذ القرارات بكل استقلالية. كما يقدمون على شراءها بسعر أقل مما يجب عن طريق التحكم في العروض واتخاذ إجراءات تمنع بيع المؤسسة أو دمجها من قبل الغير.
- شراء مؤسسة من طرف إطارات خارج المؤسسة أو الإدارة الخارجية (LMBI): هي العملية التي تسمح لأطراف خارجية بشراء المؤسسة وإدارتها، حيث قد يقوم المستثمرون شخصيا بالتسيير أو قد يوظفون طاقم تسيير جديد من خارج المؤسسة.
- شراء مؤسسة من طرف إطارات داخلية وخارجية (BIMBO): تعني هذه العملية مساهمة كل من المستثمرين الخارجيين والمسيرين الداخليين في أرسمال الشركة المستهدفة من جهة، والتشارك في إدارتها من جهة أخرى.

¹ Georges legres, *Ingénierie financière : Fusion, Acquisitions et autres restructurations des capitaux*, Dunod, Paris, 2012, PP 81-85.

الفصل الخامس: الاستراتيجيات والسياسات المالية طويلة الأجل

- شراء مؤسسة من طرف المالك (LOBO): تحدث هذه العملية عندما يقوم المساهم الرئيسي الذي يملك أغلبية أسهم الشركة بشراء أسهم الأقلية بواسطة الديون.
- عملية LBO عن طريق التكتل (LBU): تتمثل في شراء مؤسسات أخرى في نفس القطاع بهدف بناء مجمع قوي وتحقيق التكاملات الصناعية، ومن ثم تحقيق أرباح معتبرة. يمول هذا الشراء عن طريق الديون. بعيداً عن هذا التصنيف يوجد ما يدعى LBO العكسي وهو يعد من أهم الخطوات المثيرة للاهتمام في دورة حياة المؤسسة، ويقصد به قيام جماعة الشراء من مستثمرين أو مسيرين ببيع المؤسسة عن طريق تحويلها إلى مؤسسة مساهمة عامة بعد تحقيق أهدافها من عملية LBO وتهدف هذه العملية إلى خلق مكاسب كبيرة وسداد ديون الشراء المستحقة الدفع.

أما عن الآثار الناجمة عن عملية LBO تتمثل في:¹

- أثر الرافعة المالية: يؤثر تمويل شراء الشركة المستهدفة بنسبة كبيرة بالديون على استقرار الهيكل المالي للشركة القابضة، إلا أن هذا من جهة يسمح بتقليص الاستثمار المالي الضروري لشراء والتحكم في المؤسسة. من جهة أخرى يرفع هذا من مردودية الأموال الخاصة، وذلك عندما تكون المردودية الاقتصادية للشركة المستهدفة تفوق تكلفة الاقتراض بعد الضريبة. ومن شأن التدفقات النقدية الحرة لهذه الشركة في السنوات اللاحقة للشركة القابضة أن تغطي أقساط الدين وتوزيعات الأرباح. ويمكن توضيح ذلك بالمعادلة التالية:

$$RF = [RE + (RE - i) D/CP] (1-t)$$

حيث:

RF: تمثل المردودية المالية

RE: المردودية الاقتصادية

i: معدل الفائدة

D: الدين

CP: رؤوس أموال خاصة

t: معدل الضريبة

- الأثر الجبائي: تحقق التكاليف المالية للديون للمؤسسات وفر ضريبي كونها تخصم من النتيجة، وبالتالي تخفض من قيمة الضريبة المستحقة، وهو ما يعرف بأثر الرافعة الجبائية. حيث تستفيد المؤسسة القابضة من هذا الأثر عندما تمتلك على الأقل 95% من أسهم المؤسسة المستهدفة، مما يتيح لها اختيار انضمام

¹ Georges legres, Opcit, PP81-85.

الاندماج الجبائي وذلك تفاديا للازدواج الضريبي حيث تصبح المؤسسة القابضة هي الوحيدة التي تدفع الضرائب، وهذا بعد خصم خسائر المؤسسة القابضة من الأرباح التي حققتها المؤسسة المستهدفة. أما إذا كانت الشركة القابضة تمتلك من 50% إلى 94% من أسهم المؤسسة المستهدفة فلا تستفيد من هذا النظام وبالتالي لا تحقق اقتصاديات ضريبية.

- الأثر القانوني: تفسر الرافعة القانونية من زاوية التحكم في المؤسسة المستهدفة من خلال إنشاء عدة مؤسسات قابضة متتالية بنسبة قليلة من رأس المال، حيث أن المساهمة في رأس مال المؤسسة القابضة الأولى تكون أكبر من 50%.

II. استراتيجية الدخول إلى السوق المالي:

1- مفهوم السوق المالي ومكوناته:

تعرف السوق المالية بأنها وسيلة يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة الحقيقية والمادية والنقدية.... لفترات متباعدة طويلة وقصيرة اعتماد على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما عادات وتقاليده وأعراف معتمدة محليا أو دوليا.¹ كما تعرف السوق المالية على أنها الآلية التي تمكن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول أدوات الإستثمار قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفاء.²

كما تعرف الأسواق المالية بأنها تحول الأموال من أولئك الذين لديهم فائض الأموال لأولئك الذين يحتاجون إلى الأموال، ويشار إلى هؤلاء المشاركين الذين يتلقون أموالا أكثر مما ينفقون من وحدات الفائض (المستثمرة)، أنها توفر صافي مدخراتهم إلى الأسواق المالية؛ ويشار إلى هؤلاء المشاركين الآخرين الذين ينفقون المزيد من المال من حصولهم على وحدات العجز، حيث يحصلون على هذه الأموال من الأسواق المالية، بحيث يمكن أن ينفقوا المزيد من المال من من يتلقونها.³

كما تؤدي الأسواق المالية وظائف هامة على مستوى الاقتصاد الوطني والمؤسسات والأفراد، منها:⁴

- تسهيل عملية الاستثمار للأجل القصيرة؛
- تساعد على سرعة تداول الأوراق المالية، ومعرفة أسعارها، وتحويلها إلى نقد سائل؛
- التعرف على المراكز المالية للشركات، من خلال إدراج الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية.
- تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في المشاريع المنتجة؛
- توزيع رأس المال على مختلف الأنشطة الاستثمارية؛
- تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين جميع الفعاليات الاقتصادية؛

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص58.

² السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010، ص67.

³ Jeff Madura, **Financial Markets And Institutions**, Cengage Learning Customer & Sales Support, 10th Edition, United States of America, 2011, P: 03.

⁴ عبد الرزاق حبار، التنظيم المالي للأسواق المالية: أية حدود لمواجهة الأزمات المالية؟، مجلة دفتار البحوث العلمية، المجلد 01، العدد 03، المركز الجامعي تيبازة، الجزائر، 2013، ص384.

الفصل الخامس: الاستراتيجيات والسياسات المالية طويلة الأجل

- تمهد الطريق أمام السلطات النقدية للمزج بين السياستين المالية والنقدية؛
- تعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية؛
- تعتبر مؤشرا هاما على حقيقة الوضع الاقتصادي، واتجاهات الأسعار، ومعدلات الادخار والاستثمار.

تضم الأسواق المالية كلا من سوق النقد وسوق رأس المال يتم في سوق النقد تداول الأموال في شكلها النقدي، ويقلص قصر آجال التعاملات في سوق النقد من درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر. كما أن الأوراق المالية في سوق النقد تتميز بقدر كبير من الضمان كونها صادرة عن مصارف يفترض أنها ذات قدرة ائتمانية عالية. أما سوق رأس المال فهو سوق متخصص في توفير التمويل طويل الأجل، مما يترتب عليه تحمل درجة عالية من المخاطر مقابل تلقي عائد أكبر يتناسب مع ارتفاع درجة المخاطرة وتنقسم سوق رأس المال إلى سوق أولي وسوق ثانوي، فالسوق الأولي (سوق الإصدار وتسمح إصدارات السوق الأولي بتوفير التمويل الضروري عند إنشاء شركات جديدة أو توسيع الشركات القائمة، كما تسمح بتوفير السيولة الضرورية للقيام بالمشاريع الضخمة التي تلتزم الحكومات بإنجازها. أما النوع الثاني من أسواق رأس المال فهو السوق الثانوي أو سوق التداول الذي يتميز بدرجة عالية من النشاط والسيولة، حيث يتم في هذا السوق تداول الإصدارات التي تمت في السوق الأولي. وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة، بالنسبة للأسواق المنظمة أي البورصات يخضع التداول وقبول الإدراج فيها إلى شروط تكون الشركات ملزمة بتوفيرها. كما تنقسم السوق غير المنظمة إلى سوق ثالث وتتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة. أما السوق الرابعة يتم التعامل عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبدون وساطة. كما تجدر الإشارة إلى أن سوق الأوراق المالية بنوعها تتضمن أعضاء لا يحق لغيرهم أن يقوم بعملية البيع والشراء لصالح المستثمرين وهؤلاء هم: لسماسرة التجار، السماسرة والتجار، سماسرة السماسرة، المتخصصون.¹

2- المتدخلون في السوق المالي:

يمكن تقسيم المتدخلين في عملية السوق المالي (البورصة) إلى متدخلين مباشرين ومتدخلين غير مباشرين. أما المباشرين فهم السماسرة والوسطاء ومختلف الأعضاء الآخرين الذين يمارسون العمليات

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص45.

في سوق الأوراق المالية والمتدخلين غير المباشرين هم العملاء الأساسيين الذين يعمل السماسرة والوسطاء على تنفيذ أوامرهم. السماسر هو وسيط في سوق الأوراق المالية، ويعمل كوكيل للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية، فوظائفهم تقتصر على المقابلة بين رغبات البائعين وبين رغبات المشترين مقابل الحصول على عمولة، والسماسر ذو دراية وعلم في شؤون الأوراق المالية، يقوم بعقد عمليات بيع وشراء للأوراق المالية، لحساب عملائه في البورصة، وفي المواعيد الرسمية، ويعد مسؤولاً وضامناً لصحة كل عملية يتمها. أما الوسيط فهو أداة إتصال بين العميل والسماسر المقيد لديه، يحصل على حصة من العمولة التي يتحصل عليها السماسر وهو مسؤول عن كافة العمليات المعقودة بواسطته، ولا يجب أن يعمل إلا بإسم السماسر الذي يتبعه. في حين يساعد المندوب الرئيسي السماسر في تنفيذ الأوامر التي يتلقاها من عميله بالمقصورة مستخدم لديه يدعى المندوب الرئيسي، فلا يجوز لهذا الشخص أن يعمل إلا بإسم السماسر الذي أوكله لحسابه وتحت مسؤوليته، كما لا يمكنه أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السماسر، وأن لا يعمل لحسابه الخاص. أما الأعضاء المنضمون هم الموظفون الذين توكلهم البنوك لعقد عمليات في البورصة لصالحها وحسابها الخاص، هؤلاء الأعضاء يرسلون أوامرهم إلى سماسرة الأوراق المالية بأنفسهم دون أي وسيط. أما العملاء وهم الأطراف المتدخلون بصورة غير مباشرة في عمليات البورصة، والعميل قد يكون بنكاً، شركة، دولة أو فرد.¹

3- الدخول إلى البورصة:

يمكن تعريف عملية الدخول إلى البورصة على أنها الوصول إلى سوق الأوراق المالية للمرة الأولى والحصول بالتالي على تسعيرة عامة. وهذا يعني توزيع أسهم على مستثمرين جدد، هذه الأسهم يمكن أن يكون مصدرها بيع المساهمين الحاليين لجزء أو كل أسهمهم، أو عن طريق زيادة رأس المال. تتيح عملية الدخول إلى البورصة العديد من المنافع للمؤسسة، وفي المقابل قد تجعلها تتعرض لجملة من القيود، من بين المزايا التي تتيحها عملية الدخول إلى البورصة ما يلي:²

¹ عبد المالك مهري، إنشاء السوق المالية الإسلامية كركيزة في تعزيز وتطوير مكانة النظام المصرفي الإسلامي، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، المجلد 01، العدد 01، جامعة عمار تليجي الأغواط، الجزائر، 2018، ص ص 16-17.

² نور الدين كروش، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة بورصة الجزائر، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 06، العدد 01، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2014، ص 62.

الفصل الخامس: الاستراتيجيات والسياسات المالية طويلة الأجل

- تعتبر عملية جمع الأموال الهدف الرئيسي للدخول إلى البورصة، حيث تعتبر البورصة كأحد بدائل التمويل المتاحة للمؤسسة. إذ تسمح بتلبية حاجة المؤسسة إلى مصادر تمويل طويلة من أجل تنفيذ استراتيجيات النمو وتخفيض مديونية المؤسسة.
 - ينتج عن عملية بيع أسهم جديدة في سوق الأوراق المالية ارتفاع في عدد حاملي أسهم المؤسسة، وبالتالي ارتفاع في عدد مالكيها. وهو ما يضمن استمرار المؤسسة وتطورها.
 - تحسين صورة المؤسسة سواء أمام زبائنها أو المستثمرين، إذ تسمح بتحسين سمعة المؤسسة خاصة فيما يتعلق بالمصداقية والثقة، وهو ما يسمح بتسهيل علاقاتها التجارية والمالية مع مختلف شركائها.
 - يسمح الدخول إلى البورصة للمؤسسة بالاستفادة من وضع ضريبي خاص ومفيد، حيث تستفيد من تخفيضات ضريبية مغرية. وفي المقابل فإن بيع المساهمين القدامى لحصصهم في رأس المال يكون معفى من كل أنواع الضرائب.
 - تقييم الأداء الفعلي للمؤسسة.
- من بين قيود الدخول إلى البورصة، يمكن ذكر ما يلي:
- القيود التنظيمية الثقيلة.
 - التقلبات المؤقتة، والأسعار المفرطة التي لا تتماشى وفعالية المؤسسة.
 - التكاليف المتعلقة بالدخول إلى البورصة والتسعير.
- أما عن طرق إدراج أي مؤسسة في البورصة، يمكن توضيحها من خلال:¹
- طرق وإجراءات إصدار الأسهم:
- العرض بسعر مغلق: تعتمد هذه الطريقة على طرح كمية من الأسهم في سوق الأوراق المالية بسعر محدد مسبقاً من طرف المؤسسة والبنك المرافق لها. ويلزم المستثمرون على تقديم عروضهم وفق هذا السعر، حيث لا يأخذ بعين الاعتبار إلا العروض التي توافق هذا السعر.
- العرض عن طريق المزاد: سعر البيع في هذه الحالة هو السعر الناتج عن مقابلة كل من العرض والطلب على أسهم المؤسسة المصدرة.

¹ نور الدين كروش، مرجع سبق ذكره، ص 63.

➤ العرض عن طريق ترتيب العروض: يتم تجميع العروض من طرف الوسيط المرافق للمؤسسة في عملية الدخول إلى البورصة، وتعطى له الصلاحيات في توزيع الحصص وتحديد السعر.

- اختيار البنك المرافق للمؤسسة: من أجل ضمان السير الحسن لعملية الاكتتاب يتوجب على المؤسسة اختيار بنك أو مجموعة بنوك لمرافقتها في فتح أو رفع رأس مالها، ويعتبر قرار تعيين البنك من بين أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة فيما يتعلق بالدخول إلى البورصة، ذلك أن البنك ملزم بمرافقة المؤسسة عبر مختلف إجراءات الاكتتاب، وضمان المناقشات مع هيئة تسير البورصة فيما يخص تسعير الأسهم، كما يجب عليه ضمان قنوات توزيعية فعالة لضمان بيع الكمية المصدرة من الأسهم. وفي حال فشل البنك في إحدى هذه المجالات، فإن المؤسسة المصدرة سوف تتعرض إلى خسائر معتبرة. ويجب على المؤسسة أن تأخذ ثلاثة أشياء بعين الاعتبار عند التفاوض على العقد مع البنك، وهي تكاليف الضمان، اختيار طريقة تحديد السعر وخيار التخصيص. هذه العوامل هي التي تحدد أتعاب البنك وكذا حجم الخطر الذي يتعرض له.

- تكاليف الدخول إلى البورصة: ينتج عن دخول المؤسسة إلى البورصة تحملها تكاليف مباشرة معتبرة، تكاليف خاصة بالبنك المرافق للمؤسسة، مصاريف التسجيل، مصاريف قانونية، مصاريف محاسبية ومصاريف مدفوعة للمحللين الاختصاصيين. إضافة إلى مصاريف أخرى متعلقة بالمتطلبات القانونية للعملية يجب دفعها من طرف المؤسسة، ومن بينها المصاريف المدفوعة سنوياً لمحافظ الحسابات، لأن هذه المصاريف لا ترتفع مع ارتفاع حجم العملية.

- تقييم المؤسسة وسعر الدخول إلى البورصة: تعتبر عملية تقييم المؤسسة قبل الدخول إلى البورصة أمراً ضرورياً، حيث تخضع جميع أصول المؤسسة المادية، المالية والمعنوية إلى إعادة تقييم من طرف خبراء ومكاتب دراسات معتمدة في هذا المجال، وهذا من أجل ضمان اختيار سعر الدخول الأمثل الذي يضمن نجاح عملية الاكتتاب.

I. المراجع باللغة العربية:

- ابتهاج مصطفى عبد الرحمن وآخرون، أساسيات التمويل، جامعة القاهرة، كلية التجارة، القاهرة، مصر، 2019.
- أحمد بوساق، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2016.
- أحمد سيد مصطفى، الإدارة الاستراتيجية: دليل المدير العربي للتفكير والتغيير الاستراتيجي، القاهرة، مصر، 2005.
- أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- إلياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة-حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب،-ENAFOR-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2003.
- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الجزء الأول، دار وائل، الأردن، 2011.
- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي-الإدارة المالية-دروس وتطبيقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- بدر الدين قدوج، مولود مليكاوي، قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البائل خلال الفترة 2014-2018، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 13، العدد 02، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر.
- بن إبراهيم الغالي، إتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2013.
- بوزيدي دارين، مساهمة لإعداد إستراتيجية لمؤسسة في قطاع البناء، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، الجزائر، 2005.
- تمجدين نور الدين، أهمية مقارنة التدفقات كأساس في صناعة القرارات التمويلية والاستثمارية، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2009.
- جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.

قائمة المراجع

- جمال كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- جواهر مناصرية، فعالية النظام المحاسبي المالي في الاستراتيجية المالية للمؤسسة: دراسة حالة شركة أطلس للمشروبات **PEPSI-ABC** مجمع صيدال - فرع بيوتيك وحدة الحراش ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2013.
- حسن اسماعيل فارس، آلية مقترحة لتقييم واختيار الأسهم بمحافظ الأوراق المالية، مجلة الشروق للعلوم التجارية، العدد 02، جامعة الإسكندرية، مصر، جوان 2008.
- حمزة غربي، عيسى بدروني، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، 2019، جامعة غليزان، الجزائر.
- دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010.
- دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018.
- رانية كوثر رابحي، إبراهيم بومزايد، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 10، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، 2018.
- رديف مصطفى، محمد بشير لبيب، تمويل تقنية LBO باستخدام الأدوات المالية الإسلامية، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 04، العدد 01، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، 2013.
- ريتشارد شرويد وآخرون، تقييم المؤسسة، ترجمة خالد علي احمد كاجيجي، دار المريخ، السعودية، 2006.
- زهية حوري، تقييم المشروعات في البلدان النامية باستخدام طريقة الآثار، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007.
- سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2006-2007.
- سالم صلال الحسيناوي، أساسيات الإدارة المالية، دار المدينة الفاضلة للنشر والتوزيع، 2014.
- سالم طلال الحسنواي، الإدارة المالية الحديثة، دار الرضوان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018.
- سمية بلجيلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لعوائد أسهم مجموعة من الشركات المسجلة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2009-2010.

قائمة المراجع

- سوميا علي سليمان، الإدارة الإستراتيجية وأثرها في رفع أداء منظمات الأعمال، دراسة ميدانية على المنظمات الصناعية العامة في الساحل السوري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة تشرين، سوريا، 2007.
- شريط صلاح الدين، حفاصة أمينة، دور التدفقات النقدية في دعم عملية إتخاذ القرار في ظل المعيار المحاسبي الدولي 07، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 05، جامعة بوضياف، مسيلة، الجزائر، 2018.
- صفية صديقي، الاستراتيجية المالية، مطبوعة بيداغوجية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2018-2019.
- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- طاهر محسن منصور الغالبي، وائل محمد صبحي إدريس، الإدارة الاستراتيجية: منظور منهجي متكامل، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- طاهر منصور محسن الغالبي، إدارة واستراتيجية منظمات الأعمال المتوسطة والصغيرة، دار وائل للنشر، الأردن، 2009.
- عادل خالدي، الإبداع المحاسبي وتأثره بالإستراتيجية المالية للمؤسسة: دراسة عينة من المؤسسات الفرنسية المدرجة بمؤشر SBF 250 للفترة 2011-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة يحي فارس-المدية، الجزائر، 2017.
- عبد الحق قنون، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة البورسية للمؤسسات الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013.
- عبد الرزاق حبار، التنظيم المالي للأسواق المالية: أية حدود لمواجهة الأزمات المالية؟، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد 01، العدد 03، المركز الجامعي تيبازة، الجزائر، 2013.
- عبد السلام أبو قحف، أساسيات الإدارة الاستراتيجية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2007.
- عبد الكريم خيرى، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019.
- عبد المالك مهري، إنشاء السوق المالية الإسلامية كركيزة في تعزيز وتطوير مكانة النظام المصرفي الإسلامي، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، المجلد 01، العدد 01، جامعة عمار ثلجي الأغواط، الجزائر، 2018.

قائمة المراجع

- عبد الوهاب دادان، الجدل حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، المجلد 07، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2009-2010.
- عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- عديلة مريمت، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر.
- فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، اليمن، 2011.
- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، 2010.
- فراح خالدي، مطبوعة مستوفاة لمقياس التقييم المالي للمؤسسة - محاضرات مدعمة بمسائل تدريبية - ، مطبوعة بيداغوجية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، دون سنة نشر.
- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، 2008.
- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- الكرخي مجيد، التخطيط الاستراتيجي عرض نظري وتطبيقي، دار المناهج، الأردن، 2009.
- لمياء عمانى، سمىة بن علي، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية: التركيب المالي وإعادة الهيكلة، الدار الجزائرية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2021.
- مبارك لسوس، التسيير المالي-تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة-، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2012.
- محمد أحمد عوض، الإدارة الاستراتيجية: الأصول والأسس العلمية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2004.
- محمد بشير بن عمر، دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين الأداء المالي للمؤسسة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017.
- محمد حيدر موسى، محددات هيكل التمويل لدى شركات الاتصالات النقلة الوطنية في الوطن العربي: دراسة مقارنة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، غزة، 2012.
- محمد رسلان الجبوسي، جميلة جاد الله، الإدارة علم وتطبيق، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

قائمة المراجع

- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2010.
- محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.
- محمد قاسم القريوتي، نظرية المنظمة والتنظيم، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- محمود جمام، أميرة دباش، أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 04، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2015 .
- محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الإعمار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- مصطفى محمود أبوبكر، فهد بن عبد الله النعيم، الإدارة الاستراتيجية وجودة التفكير والقرارات في المؤسسات المعاصرة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2008.
- معيزة مسعود أمير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير مجددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل عدم تماثل المعلومات، دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 16، جامعة سطيف1، الجزائر، 2016.
- المقروس عبد الحميد على، الفرجاني إبراهيم مسعود، نظم المعلومات المحاسبية وأثرها على صناعة القرارات الإدارية والمالية، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، العدد 01، جامعة مصراتة، ليبيا، 2014.
- مليكة زغيب وسفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 12، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2012.
- مولود مليكاوي، الاستراتيجية والتسيير المالي، الطبعة الأولى، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2018.
- مؤيد سعيد السالم، أساسيات الإدارة الاستراتيجية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري 1999-2014، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 05، المركز الجامعي ميلة، الجزائر، 2017 .
- نسرین قوادر، أهمية البعد الأخلاقي في ترشيد القرارات المالية كآلية للحد من مخاطر التعثر المالي للمؤسسات الاقتصادية: دراسة استقصائية لعينة من شركات المساهمة الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل

قائمة المراجع

- شهادة الدكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير
الابراهيمى، برج بوعريش، الجزائر، 2022.
- نشأت حكمت عليوي، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة
في سوق عمان المالي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن،
2019.
- نور الدين كروش، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة بورصة
الجزائر، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، المجلد 06، العدد 01، جامعة حسيبة بن
بوعلي، الشلف، الجزائر.
- هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء،
مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم
التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011.
- هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر،
أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008.
- وليد اسماعيل السيفو، وآخرون، الاقتصاد الإداري، الأهلية للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- وليد ناجي الحياي، التحليل المالي، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، الدنمارك، 2007.
- يوسف خروبي، تقدير العائد والمخاطرة للإستثمارات بإستخدام نموذج توازن الأصول المالية "دراسة
حالة سوق مسقط (سلطنة عمان) للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة
الماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة
، 2012.

II. المراجع باللغة الأجنبية:

- Audrey, A, La perception de la performance des fusions et acquisitions dans le secteur
bancaire (thèse de doctorat). sciences de gestion, Nice Sophia Antipolis, 2013.
- Akinbuli, Sylvester Feyi& Kelilume, Ikechukwu, Effects of mergers and acquisitions on
corporate growth and profitability: evidence from Nigeria, **Global World Business
Research Journal**, Vol (7), No(1), 2013.
- Al-Dabbas, Mutasim Mohammed, The impact of merger on the performance and profits of
companies, **Journal of the Islamic University for Economic and Administrative Studies**,
Vol. 20, No. 2, 2012.
- Bolori, Bukar Umar, The Impact of Forced Mergers and Acquisitions of Banks On Nigerian
Banking Industry, **International Journal Of Advanced Research in Engineering &
Management (IJAREM)**, Vol. 01, Issue 08, 2015.
- Brilman, J. M. , **Manuel d'évaluation des entreprises**, Les edition d'organisation,
Paris, 1993 .
- Chantal Bussenault, Martine Pretet, **Organisation et gestion de l'entreprise (Structures
décision, Stratégie)**, Tome2, Vuibert, Paris, France, 1999.

- Corhay Albert & Mbangala Mapapa, **Fondement de gestion Financiere** , Les edition de l universite de liege, 2007.
- Garibaldi Gérard, **L’analyse stratégique**, 3eme édition, Edition d’organisation : Paris, France, 2001.
- Georges legres, **Ingénierie financière : Fusion, Acquisitions et autres restructurations des capitaux**, Dunod, Paris, 2012.
- Hamadouche Ahmed, **Méthodes et outils d’analyse stratégique**, Edition Chihab, Alger, 1997.
- Hayek, Mohammed Ali, **the impact of mergers between Jordanian public shareholding companies in their shares, an applied study**, doctoral thesis in accounting (unpublished) submitted to the Faculty of Economics, Al-Bayt University, Baghdad, 2015.
- Johnson. G, Scholes. K, Whittington et Fréry. F, **Stratégique**, 7ème édition, Pearson Education, France, 2005.
- L’équipe des professeurs du département Stratégie et Politique d’entreprise du groupe HEC de Jouy-en-Josas de Paris, **Stratégor**, 4ème édition, Edition Dunod : Paris, France, 2005.
- LA BRUSLERIE, H. **Analyse financière : Information financière, évaluation, diagnostic**. 5ème édition. Paris : DUNORD, 2014..
- Laurent Bodson et al ,**Performance de Portefeuille**, pearson education,France, 2010.
- MAUGUIERE Henri, **l’Evaluation des Entreprises Non Cotées**, édition Dunod, Paris,1990.
- R.Theoret ,**traité de gestion de portefeuille** ,Vuibert, paris, France , 1996
- Simon PARIENTE, **Analyse financière et évaluation d’entreprise, méthodologie-diagnostic prix d’offre**, Pearson France, 2013.
- Jeff Madura, **Financial Markets And Institutions**, Cengage Learning Customer & Sales Support,10th Edition, United States of America, 2011.
- Kent, B., & Gary E, B.. **Understanding Financial Management, A Practical Guide**. victoria, Australia: Blakwell buplishing, 2005.