



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
جامعة حسيبة بن بو علي الشاف
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير



قسم علوم المالية والمحاسبة

مطبوعة بيادغوجية في مقياس

تسهيل واستراتيجية مالية

من إعداد الدكتورة :

عابد نصيرة

موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر تخصص مالية المؤسسة شعبة علوم المحاسبة والمالية

السنة الجامعية : 2025/2024

عنوان الماستر: مالية المؤسسة
السادسي: الثالث
اسم الوحدة: وحدة تعليم أساسية
الرمز: وت أ.س 1.2
اسم المادة: الاستراتيجية المالية
الرصيد: 06
المعامل: 03
نطط التعليم: حضوري

أهداف التعليم:
تهدف هذه المادة التعليمية إلى:

1. تمكين الطالب من التعرف على المنطق المالي ذو البعد الاستراتيجي للمؤسسة والتحكم في المفاهيم المتعلقة بالإدارة المالية الحديثة:
2. قدرة الطالب على استخدام وتوظيف المعرف المكتسبة من الوحدات التعليمية المختلفة في فهم الاستراتيجيات المالية ودورها في تحقيق أهداف المؤسسة خاصة فيما يتعلق بالنمو وخلق القيمة:
3. معالجة مواضيع استراتيجية المالية من الناحية التطبيقية بطريقة بيداغوجية.

المعرف المسبق المطلوب:
المكتسبات من المواد التعليمية: مالية المؤسسة، تسيير مالي (1) و (2)، تسيير مالي عميق، الأسواق المالية، النظرية المالية، السياسات المالية للمؤسسة، هندسة مالية.

- محتوى المادة: (إجبارية تحديد المحتوى المفصل لكل مادة مع الإشارة إلى العمل الشخصي للطالب)
- أساسيات الاستراتيجية المالية: المفهوم، القرارات المالية ذات التأثير الاستراتيجي، العلاقة بين الاستراتيجية المالية واستراتيجية الشركة، أهداف الاستراتيجية المالية، القيود على الاستراتيجية المالية.
 - الاستراتيجية المالية للشركات الناشئة: رأس المال الاستثماري، مخطط / لوحة نموذج الأعمال BMC
 - العلاقة بين الاستراتيجية المالية ونمو المؤسسة: الاستراتيجية المالية حسب دورة حياة المؤسسة، النمو المستدام، المرونة المالية.

- العلاقة بين الاستراتيجية المالية وخلق القيمة: المفهوم، مؤشرات قياس خلق القيمة، ركائز خلق القيمة.
- استراتيجية الدخول إلى السوق المالي (الإدراج): تحليل استراتيجية الإدراج، رفع رأس المال مع أو بدون أفضلية في الاكتتاب، التسجيل من الرف، الأوراق المالية الهنجينة، الإصدارات السنديّة.
- إعادة الهيكلة: التعريف، دوافع إعادة الهيكلة، الأساليب الملائمة لإعادة الهيكلة حسب مختلف الحالات (التركيب/ التفكيك).
- إعادة الهيكلة من خلال استراتيجية الاندماج والاستحواذ (M&A): أساسيات متعلقة بعمليات الاندماج، أساسيات متعلقة بعمليات الاستحواذ، التحليل الاستراتيجي لعمليات الاندماج والاستحواذ، العروض العامة للشراء أو التبادل (OPA/ OPE)، مقاومة العروض العدائية.
- إعادة الهيكلة من خلال استراتيجية إعادة الشراء باستخدام آثار الرفع LBO: الدوافع، الأساليب، الأطراف المتدخلة، خصائص الشركات المستهدفة، طرق التمويل المركب والهجين، أنواع الرفع المستهدفة، المخاطر، أساليب الخروج من العملية.
- إعادة هيكلة الأصول من خلال استراتيجية التوريق: التركيب القانوني والمالي والتمويلي المهيكل، الأطراف المتدخلة في التركيب المالي، الأهداف والنتائج، التوريق التقليدي والتوريق الصناعي، صيغ التوريق (ABS, MBS, CDO).
- استراتيجية إدارة رأس المال العامل: مفاهيم أساسية، إدارة مكونات رأس المال العامل، سياسات الاستثمار في رأس المال العامل (آلية تحديد حجم الاستثمار، التمويل)، علاقة الاستثمار في رأس المال العامل بالعائد والخطر.

طريقة التقييم:

تقيم مستمر + امتحان نهائي ويقيس معدل المادة بالوزن الترجيحي للدروس(60%) والأعمال الموجهة (%40)

الفهرس

05	مقدمة
07	المحور الأول: مدخل إلى مفهوم الاستراتيجية و الاستراتيجية المالية
07	مفهوم الاستراتيجية
08	مفهوم التسيير الاستراتيجي
09	أهمية التسيير الاستراتيجي
10	مستويات الاستراتيجية
13	مفهوم الاستراتيجية المالية
13	أبعاد الاستراتيجية المالية
14	مراحل الاستراتيجية المالية
14	التحليل الاستراتيجي
15	أهداف الاستراتيجية المالية
16	أنواع الاستراتيجيات المالية
18	المحور الثاني: السياسة المالية للمؤسسة
18	الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة
18	متغيرات السياسة المالية
19	أنواع السياسات المالية
22	المحور الثالث: القرارات المالية في المؤسسة
22	تكامل القرارات المالية الاستراتيجية
22	أنواع القرارات المالية
24	مراحل عملية إتخاذ القرار المالي
27	العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار المالي
29	المحور الرابع: القرار الاستثماري في المؤسسة
29	مفهوم تقييم المشاريع الاستثمارية
29	مراحل تقييم المشروع
30	أسس ومبادئ عملية تقييم المشاريع
31	معايير تقييم المشاريع
49	المحور الخامس: قرار التمويل في المؤسسة
49	حاجيات المؤسسة التمويلية
49	أهداف السياسة التمويلية للمؤسسة
50	المهام الأساسية لوظيفة التمويل
50	أهم مصادر التمويل للمؤسسة الاقتصادية
56	اختيار مصادر التمويل
57	تقدير تكلفة مصادر التمويل
60	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال WACC
61	القواعد المتحكمة في قرار التمويل
62	أثر الرفع المالي والمردودية المالية
70	المحور السادس: الهيكل المالي والنظريات المفسرة له
70	تعريف الهيكل المالي

70	2. خصائص الهيكل المالي
71	3. مناهج اختيار الهيكل المالي
72	4. محددات الهيكل المالي
73	5. العوامل المؤثرة على الهيكل المالي
74	6. النظريات المفسرة للهيكل المالي
79	المحور السابع: العلاقة بين الاستراتيجية المالية وخلق القيمة
79	1. مفهوم إنشاء القيمة
79	2. مفهوم القيمة
79	3. مؤشرات قياس خلق القيمة
81	4. ركائز خلق القيمة
85	المحور الثامن: استراتيجية الدخول إلى السوق المالي
85	1. تعريف استراتيجية الدخول إلى السوق المالي
86	2. الأوراق المتداولة في بورصة الأوراق المالية
91	3. أساليب الدخول إلى السوق المالي
93	4. مراحل الإدراج في البورصة
96	5. مزايا إدراج الشركات في البورصة
97	المحور التاسع : إعادة الهيكلة
97	1. مفهوم إعادة الهيكلة
97	2. أهداف إعادة الهيكلة
99	3. استراتيجيات إعادة هيكلة الشركات
102	4. مزايا إعادة هيكلة الشركات
102	5. خطوات تنفيذ إعادة هيكلة الشركات
103	المحور العاشر: إعادة الهيكلة من خلال استراتيجية الاستحواذ والاندماج
103	1. الاندماج
103	2. أنواع الاندماج
106	3. الاستحواذ
106	4. الفرق بين الاندماج والاستحواذ
106	5. أساليب الاستحواذ
109	المحور الحادي عشر: إعادة الهيكلة من خلال استراتيجية إعادة الشراء باستخدام أثار الرفع LBO
110	1. مفهوم المجموعة والشركة القابضة
117	2. إعادة شراء مؤسسة مع أثر الرافعة RES و LBO
121	3. العروض العمومية
127	المحور الثاني عشر: إعادة هيكلة الأصول من خلال استراتيجية التوريق
127	1. تعريف التوريق
128	2. العناصر الرئيسية للتوريق
128	3. أنواع التوريق
129	4. أساليب التوريق
130	5. إجراءات التوريق
131	6. أسباب نمو التوريق
132	7. مخاطر التوريق

133	المحور الثالث عشر: استراتيجية إدارة رأس المال العامل
133	1. مفهوم رأس المال العامل
134	2. أهمية رأس المال العامل
134	3. سياسات إدارة رأس المال العامل
135	4. تحليل دورة رأس المال العامل
137	5. أهمية إدارة رأس المال العامل
138	الخاتمة
140	قائمة المراجع

المقدمة

الأولوية لأي مؤسسة هو البقاء والاستمرارية في السوق ولا يتحقق هذا إلا بتعظيم أرباحها مع ضرورة التوفيق بين المردودية والسيولة، ذلك أن تحسن أدائها المالي في المستقبل مترنن بطبيعة القرارات المالية المتخذة في الحاضر، وعليه يجب أن تضع المؤسسة استراتيجية مستقبلية تحدد فيها أولويات سياستها المالية (النمو، المردودية، استقلالية) وتدعها بخطط عملية (تخطيط الاستثمار والتمويل) تعمل على تنسيق بين الوظائف وتجنبها مخاطر داخلية وخارجية، من شأنها تحسين الأداء المالي وتعظيم ثروة المؤسسة والمساهمين.

الهدف من هذا المقياس هو تحديد النظرة الشاملة لاتخاذ القرار على المدى الطويل، و هذا للوصول إلى فهم محفزات ومحددات القرارات التمويلية والاستثمارية للمؤسسة، في إطار السياسة العامة للمؤسسة وأولوياتها، بحيث تتعرض إلى العوامل المؤثرة على القرارات اختيار الهيكلة مناسبة لرأس المال، قرار توزيع الأرباح، الاستثمار المالي واستراتيجية الدخول إلى السوق المالي، ومختلف استراتيجيات الاندماج والاستحواذ...إلخ

هذه المطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر تخصص مالية المؤسسة وتسعى للتركيز على الجوانب التالية :

- ✓ توضيح مفهوم الاستراتيجية والاستراتيجية المالية؛
- ✓ توضيح أهمية القرارات المالية الاستراتيجية في المؤسسة؛
- ✓ تحديد عوامل ومحددات القرار الاستراتيجي .
- ✓ سيرورة اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية الخاصة بقرار الاستثمار، التمويل وتوزيع الأرباح وانعكاساتها المستقبلية.
- ✓ توضيح استراتيجيات الدخول إلى السوق المالي واستراتيجية الاندماج والاستحواذ؛

المحور الأول: مدخل إلى مفهوم الإستراتيجية والإستراتيجية المالية

مع زيادة المنافسة بين المؤسسات على حصد أكبر حصة سوقية من حيث الريادة في عالم الأعمال، وهذا ما أدى إلى زيادة الاهتمام بتشخيص الواقع تشخيصاً دقيقاً لاختيار وتنفيذ برنامج أعمالها الطويل والمتوسط الأجل. نتيجة حتمية تعتمد بالدرجة الأولى على صياغة

الاستراتيجيات الخاصة بها لمعرفة عملاءها وموارديها ومنافسيها ... الخ، خطوة تسلك بها طريقها إلى الاستمرار في تحقيق أهدافها.

وباعتبار المال هو المورد الأكثر حساسية في عالم الأعمال، يعتبر التمويل أهم مصدر للمؤسسات الاقتصادية، حيث يجب أن تضخ الأموال بدقة في القنوات المختلفة حتى تتحقق الأهداف التشغيلية والإستراتيجية المسطرة مسبقاً، ولهذا فهي بحاجة إلى إستراتيجية مالية التي يعبر عليها من خلال خطط مالية طويلة الأمد، والإستراتيجية المالية هي جانب الإستراتيجية التي تدخل في نطاق الإدارة المالية، والتي سوف تشمل القرارات المتعلقة بالاستثمار والتمويل وتوزيع أرباح الأسهم.

1. مفهوم الاستراتيجية

اشتقت كلمة الاستراتيجية جذورها من الكلمة اليونانية Strategos والتي يرتبط مفهومها بالخطط المستخدمة في إدارة المعارك وفنون المواجهات العسكرية، حيث يعرفها قاموس (Webesters new dictionary) على أنها: "علم ترجمة و تخطيط العمليات الحربية"¹، إلا أنها امتدت بعد ذلك إلى مجال الفكر الإداري وصارت مفضلة الاستخدام لدى المؤسسات الاقتصادية وغيرها من المنظمات الأخرى، حيث عرفها (Tomas 1988) بأنها: "خطط وأنشطة المنظمة التي يتم وضعها بطريقة تضمن خلق درجة من التطابق بين رسالة المنظمة وأهدافها ، وبين هذه الرسالة و البيئة التي تعمل بها بصورة فعالة و ذات كفاءة عالية"² مهتمة بتحليل بيئتها وتحقيق المبادرة والريادة في مجال نشاطها.

وتشير التعريف الآتية إلى النسأة العسكرية لمصطلح الإستراتيجية، وارتباطها الوثيق بالحروب حيث عرفها³:

- الاستراتيجي الألماني فون كلاوزفتز Carl von Clausewitz - بأنها: "استخدام الاشتباك وسيلة للوصول إلى هدف الحرب، أو استخدام الصراع لفرض الهدف السياسي".

- أما الفرنسي ليرييه lysee - عرّفها بأنها: "فن إعداد خطة الحرب وتوجيه الجيش في المناطق الحاسمة والتعرف على نقاط التي يجب تحشيد أكبر عدد من القطاعات فيها لضمان النجاح في المعركة".

¹ نبيل محمد مرسي، الادارة الاستراتيجية: تكوين وتنفيذ استراتيجيات التناقض، دار الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، د ط، 2003، ص 49.

² اسماعيل محمد السيد، الادارة الاستراتيجية: مفاهيم و مجالات التطبيق، المكتب العربي الحديث، مصر، د ط، 1999، ص 02.

³ عبد الرحمن حسن الشهري، تطور العقائد والاستراتيجيات العسكرية، الرياض: مكتبة الملك فهد الوطنية، 2004..

وبدخول مصطلح الإستراتيجية إلى الميادين السياسية والاجتماعية والاقتصادية بدأت ظهر وجهات نظر حول الإستراتيجية إذ يرى البعض ارتباطها بالقرارات التي يتم اتخاذها بغرض تحقيق أهداف معينة، أما على مستوى عالم الأعمال فهنا كالعديد من الكتاب والباحثين قدموا مفاهيم حول الإستراتيجية، حيث يعرفها:

▪ **Ansof** وهو أحد رواد الفكر الإداري بأنها : " تصور المنظمة عن العلاقة المتوقعة بينها وبين بيئتها ، بحيث يوضح هذا التصور نوع العمليات التي يجب القيام بها على المدى البعيد ، والحد الذي يجب أن تذهب إليه المنظمة ، والغايات التي يجب أن تتحققها. "

▪ **Drucker** بأنها: عملية مستمرة لتنظيم وتنفيذ القرارات الحالية، وتوفير المعلومات اللازمة، وتنظيم الموارد والجهود الكفيلة لتنفيذ القرارات وتقدير النتائج بواسطة نظام معلومات متكامل وفعال "

2. مفهوم التسيير الاستراتيجي

عندما يرتبط مصطلح الإستراتيجية بمصطلح الإدارة (التسير) حيث نجد مفهوم التسيير الإستراتيجي يعمل على ربط الخطة الإستراتيجية بعملية اتخاذ القرار. لذلك فإن الخطة الإستراتيجية تحاول أن تحقق المواءمة بين بيئه المنظمة الخارجية وبيئتها الداخلية.

يمكن تقديم التعاريف التالية للتسير (الإدارة) الإستراتيجي:

يعرف كوتلر Kotler الإدارة الإستراتيجية بأنها تلك العملية التي يتم من خلالها تحديد وصياغة العلاقة بين المؤسسة والبيئة التي تنشط فيها، من خلال تتميم غايات وأهداف وإستراتيجيات للنمو، وتحديد محفظة الأعمال لكل العمليات والأنشطة التي تمارسها المؤسسة.¹

في حين Thietart يعرف التسيير الإستراتيجي على أنه مجموعة من القرارات والأفعال المتعلقة بإختيار الوسائل، و إستعمال الموارد بغرض الوصول إلى هدف معين تم تحديده من طرف المنظمة.²

كما يرى كل من Thompson et Strickland التسيير الإستراتيجي بأنها تحديد الأهداف الأساسية الطويلة الأمد للمنظمة وتبني مجموعة من الأفعال و تخصيص للموارد الضرورية في سبيل إختيار النمط الملائم من أجل تفيذه.³

¹ طاهر محسن منصور الغالبي، وائل محمد صبحي إدريس: الادارة لاستراتيجية منظور منهجي متكامل، عمان، دار وائل، 2007.

² THIETART Raymond- Alain : La stratégie d'entreprise, McGraw-hill, Paris, 1984.

بصفة عامة التسيير الإستراتيجي هو منظومة متكاملة من القرارات والممارسات الإدارية التي تحدد الأداء طويلاً الأجل للمنظمة بكفاءة وفاعلية، ويتضمن ذلك وضع أو صياغة إستراتيجية وتطبيقها وتقويمها باعتبارها منهجية أو أسلوب عمل. من التعريف السابقة وغيرها يظهر بأن التسيير الإستراتيجي ينطوي على العمليات التالية:

- تحديد الأهداف المراد تحقيقها والرؤية الواجب بلوغها، وذلك في ضوء مهمة المؤسسة أو رسالتها؟
- تحليل وضعية المؤسسة في البيئة التي تنشط فيها، من خلال تشخيص حالتها الداخلية والخارجية؟
- توليد الإستراتيجيات الممكنة أو البدائل المحتملة التي تقود لبلوغ تلك الأهداف؛
- العمل على اختيار وصياغة البديل الأفضل من بين تلك البدائل، وتوفير المتطلبات الضرورية لتنفيذها وتجسيده على أرض الواقع؛
- السعي الدائم لمراقبة تنفيذ الإستراتيجية ومراجعة بعثة اكتشاف الانحرافات والفجوات في الأداء، للتمكن من تصحيحها وتقويمها في الوقت المناسب.

3. أهمية التسيير الاستراتيجي

بناء على التعريف السابقة يمكن القول بأن التسيير الإستراتيجي في أي قضية إستراتيجية سوف يحقق لنا الفوائد التالية:⁴

- إسهام الخطة الإستراتيجية في توضيح الوضع الراهن للمنظمة من حيث نقاط قوتها وضعفها والفرص المتاحة لها والتهديدات التي تعرّضها في سبيل تحقيق أهدافها؛
- تساعد الخطة الإستراتيجية على توضيح رسالة ورؤية وأهداف المنظمة بما يمكنها من الاسترشاد بهذه المعطيات في سبيل تحقيق أهدافها العامة والخاصة وتسخير إمكاناتها المادية والبشرية في هذا الجانب؛
- تمكين المديرين في المنظمة من التفكير إستراتيجياً بخصوص مستقبل المنظمة والتحديات التي سوف يواجهونها ومن ثم طرح الحلول الإبداعية للتعامل مع هذه التحديات؛

Strategor :Stratégie, Structure, Décision, Identité .Politique général d'entreprise .inter³
édition, 1993.

⁴ انظر إلى كل من:

- زكرياء مطلع الدوري :الادارة الاستراتيجية - مفاهيم و عمليات و حالات دراسية ، دار اليازوري، عمان، 2005، ص 24،25

- نعمة عباس الخفاجي :الادارة الاستراتيجية - المداخل والمفاهيم والعمليات ، دار الثقافة، عمان، 2010، ص 35.

- أن تبني الإستراتيجية يفرض على قيادات المنظمة والعاملين فيها ضرورة الاتصال الواضح والمثير وفق الأهداف المحددة في الإستراتيجية بما يسهم في توفير ثقافة تنظيمية تمكن من التعلم التنظيمي والتغلب على معوقات الأداء؛
- أن الإستراتيجية تعمل في الواقع على تفعيل التنظيم والسياسات الموجودة في المنظمة والتقليل ما أمكن من المركزية بحكم توضيح المهام والصلاحيات لكل فرد في المنظمة أياً كان موقعه. هذه النتيجة تفرض بدورها ضرورة ممارسة عملية التنسيق بفعالية بين العاملين في المنظمة على كافة مستوياتهم الإدارية ، بل والتنسيق بين المنظمة والمنظمات الخارجية؛
- وأخيراً فان تبني منهج التسيير الإستراتيجي سوف يساعد على تشجيع الإبداع في داخل المنظمة وذلك من أجل تلبية احتياجات المنظمة والتغييرات والتحديات الموجودة في بيئتها الداخلية والخارجية.

4. مستويات الإستراتيجية

الفكر الاستراتيجي يحتوي على مجموعة من المستويات مرتبة في سلم هرمي و يأتي في قمته.

السلم الهرمي الممثل في الشكل الآتي.

شكل رقم (01): مستويات الإستراتيجية

Strategies اختيار الاستراتيجيات

الاستراتيجيات هي الوسائل والأساليب والسياسات المتبعة للوصول إلى الأهداف.



المصدر: <https://fr.slideshare.net/slideshow/strategic-management-arabic-92807082/92807082#3> date de consultation :06 /01/2025

ويمكن توضيح السلم الهرمي السابق بالشكل الآتي :

شكل رقم(02): مستويات الاستراتيجية حسب وظائف المؤسسة



المصدر: من إعداد الباحثة

❖ **استراتيجية المؤسسة أو الاستراتيجية العامة** هو مستوى المجموعة ككل، وهو يتعلق بالمؤسسة أكثر مما يتعلق بأعمالها الخاصة بأعمالها الخاصة: مجموعة المؤسسات المشتركة في هذا المجلس، مجموعة الأسواق، مجموعة العلامات. في هذا المستوى السؤال الهام هو في أي مجال العمل تكون هذه المجموعة حاضرة، و **الاستراتيجية التطويرية** التي يتبعها، حيث أنه يتعلق بتعيين الميزانيات، و

يوضع الاختيار بين التركيز أو التنويع، النمو الداخلي أو الخارجي (إعادة شراء المؤسسات).

أهداف هذه المجموعة (النمو، المردودية، العودة للاستثمار، رفع قيمة رأس المال...الخ) وترتبط في جميع الأعمال، حيث أن المؤسسة في هذا المستوى مسؤولة عن نتائجها أمام الشركاء في المجموعة. ويمكن القول على العموم أن في هذا المستوى يتم تحديد خصائص المؤسسة التي تميزها عن غيرها بالإضافة إلى أهداف ورسالة المؤسسة ككل وتحصيص الموارد المتاحة لإنجاز أنشطتها.

❖ الإستراتيجية على مستوى وحدات الأعمال

يشير مفهوم وحدة الأعمال (business unit) إلى قطاع أعمال يطلق عليه "Division" أو خط إنتاج معين (Product line) أو مركز ربحية (Profit center)، ويشترط في ذلك أن تقوم هذه الوحدة - مهما كان المسمى الخاص بها - بإنتاج وتسويق مجموعة محددة من المنتجات المترابطة فيما بينها وخدمة مجموعة معينة من العملاء و التعامل مع نوعية معينة من المنافسين في ذات النشاط⁽²⁾.

و بشترک في وضع هذه الإستراتيجية رؤساء هذه الوحدات و رؤساء النشطة الرئيسية فيها، و يشترط تناصق هذه الإستراتيجيات مع الإستراتيجية الكلية للمؤسسة، و القرارات الإستراتيجية على هذا المستوى تتمثل في تحديد تشكيلة المنتجات و الخدمات للمنظمة و نواحي التطوير الذي يمكن إدخاله على المنتجات والخدمات، فتح منافذ توزيع جديدة، بدء حملة إعلانية أو التركيز على خدمة طبقة معينة من العملاء⁽³⁾.

وتتمثل أهم أنواع الاستراتيجيات في هذا المستوى: إستراتيجية التنويع، إستراتيجية التركيز و إستراتيجية القيادة في التكلفة.

❖ الإستراتيجية على المستوى الوظيفي

في المستوى الثالث الإستراتيجية تحدد الاستراتيجيات الالازمة لإدارة الوظائف الفرعية في المؤسسة كالمالية والتسويق وهذه الإستراتيجيات خاضعة لاتجاهات الكبرى المحددة في مستوى المجموعة و وحدات الأعمال.

² نبيل محمد مرسي، مرجع سابق، ص 35

³ محمد أحمد عوض، الإدارة الإستراتيجية الأصول والأسس العلمية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 21

5. مفهوم الاستراتيجية المالية

يعتبر المال هو الأساس في قيام نشاط المؤسسة، ولهذا ظهرت وجهات النظر حول كيفية اختيار الهيكل المناسب ومدى تأثير ذلك على الخيار الاستراتيجي الذي تتبعه المؤسسة وانعكاسه على الأداء الداخلي.

ومنه فإن الاستراتيجية المالية تعني اختيار معايير إتخاذ القرارات الاستراتيجية التي تهدف لتوجيه نشاطات وهياكل تنظيم المؤسسة⁵ (Les critères de décision).

والاستراتيجية المالية تقوم بتحديد الاستراتيجيات الممكنة القادره على تعظيم القيمة الحالية الصافية لكيان ما، وتخصيص موارد رأس المال الشحيدة بين الفرص المتنافسة وتنفيذ ورصد الاستراتيجية المختارة لتحقيق الأهداف المحددة مسبقاً⁶.

يقصد بالإستراتيجية المالية تلك التصرفات التي تحقق أعلى قيمة للشركة في السوق بعيداً عن المخاطر والمحاذير والأزمات المالية. كما عرفها البعض على أنها عملية تحقق الأهداف بعيدة المدى في المجال المالي وتخصيص الموارد لتحقيقها.⁷

6. أبعاد الإستراتيجية المالية: تشمل الإستراتيجية المالية عدة أبعاد هي:

- ✓ التحليل المالي للشركة وذلك لقياس وتقدير نقاط القوة والضعف على مستوى المؤسسة؛
- ✓ تحليل البيئة الخارجية للمؤسسة لتقدير الفرص الاستثمارية والمالية ولتقدير عوائق التمويل والتهديدات الفنية والمعلوماتية .
- ✓ الاتفاق على جداول للأهداف المالية في الأجلين القصير والطويل.
- ✓ اختياراً لإستراتيجيات المالية والاستراتيجيات الاستثمارية التي تربط العناصر السابقة بعضها البعض لتحقيق أهداف المؤسسة من تعظيم قيمة المؤسسة في السوق وأقصى الأرباح ومعدلات النمو والاستقرار في الإدارة.

7. مراحل الإستراتيجية المالية: وتمر الإستراتيجية المالية بأربعة مراحل:

- ✓ **المرحلة الأولى** : وتحصى التشخيص الإستراتيجي للمؤسسة، والتي تهدف بشكل عام لتبين نقاط القوة ونقاط الضعف، ويستنتج منها المتطلبات الواجبة الالتزام، والفرص التي يجب تطويرها (التشخيص العام للمؤسسة).

belletante.b, comptabilite et finance , ed: hatier, paris, 1991, p257.⁵

formulation of financial strategy , 5/18/2009 , p 03.⁶

⁷ الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسخير المالي (الادارة المالية)، دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2011، ص 253.

✓ **المرحلة الثانية** : وهو اختيار التوجهات العامة للتطور، إذ تختار المديرية العامة التكنولوجيات والمنتوجات والأسواق الجديدة.

✓ **المرحلة الثالثة** : وهي مرحلة تقدير و اختيار الوسائل الواجب استعمالها لتحقيق هذه الإستراتيجية، ويؤدي التحليل المالي دوراً أساسياً في هذه المرحلة إذ يقيم الاستثمارات المزمع إنجازها.

✓ **المرحلة الرابعة** : وهي المرحلة الأخيرة التي تعكس الإستراتيجية العامة الخاصة بالبحث وتجنيد الموارد المالية الملائمة وتحقيق التركيب التقني للعمليات (اقراض، زيادة رأس المال).

8. التحليل الاستراتيجي

يأخذ مفهوم التحليل الاستراتيجي أبعاد مختلفة تعود لاختلاف المجال الذي يعني به والأغراض المبتغاة منه، فقد أشير إليه بتعلقه بفهم الموقف الاستراتيجي للمنظمة ومعرفة التغيرات التي ستحدث في بيئتها وكيف تتأثر بها أنشطتها، وما هي مصادر قوتها في ظل تلك التغيرات، وما هي طموحات كل من المدراء وأصحاب المصالح وغيرهم، و كيف سيؤثر الموقف الحالي في أحداث المستقبل Johnson & Scholes. ويشكل التحليل الاستراتيجي ضمن الرؤية الشاملة المستقبلية أحد الأركان الرئيسية للخطط الإستراتيجية معبراً عنه بتقييم البيئة الداخلية لتحديد قوة واقتدار المنظمة و ضعفها من جانب وتقييم البيئة الخارجية وتحديد الفرص والتهديدات من جانب آخر.

وبالتالي فإن أغراض التحليل الاستراتيجي بأنه الخطوة الأولى للإدارة الإستراتيجية لمراقبة بيئة المنظمة عبر زاويتين تحدد الأولى الفرص والتهديدات الحالية والمستقبلية، وتقدر الثانية ما تملكه المنظمة من جوانب قوة وضعف، وينبغي أن يكون غرض المدراء من التحليل هو تشخيص بيئات متعددة تؤدي المنظمة عملياتها فيها، فضلاً عن ضرورة أن تتمكن نتائج التحليل من إنشاء جوانب قوة الوحدة واستعداداتها لتأمين ما يجب القيام به وتمكينها من رؤية أية مشكلات مستقبلية.

9. أهداف الإستراتيجية المالية

يمكن تلخيص أهداف الإستراتيجية المالية في الشكل الآتي:

شكل رقم(03): أهداف الإستراتيجية المالية



المصدر: فريد النجار، الإدارة المالية التطبيقية، الإسكندرية: الدار الجامعية، 2006، ص: 75

تهدف الإستراتيجية المالية إلى تحقيق أهداف قد تكون متعارضة أحياناً، لذا قد تفاضل المؤسسة بين الأهداف المتعارضة ومنه تبني الإستراتيجية التي تحقق الهدف المسطـر، أو تضع في ذلك سـلم لأولويات الأهداف، وبالتالي قد لا تستطـع المؤسسة تحقيق هـدفين مـتعارضـين في نفس الوقت، وبالتالي قد تفاضل بينـهما، كالـعـائد الأـكـبر يـرـتـبـطـ بـمـخـاطـرـ أـكـبـرـ بـعـلـاقـةـ طـرـدـيـةـ؛ـ وـبـالـتـالـيـ هـدـفـ تـقـلـيلـ المـخـاطـرـ قدـ لاـ يـتـحـقـقـ فـيـ هـذـهـ الـحـالـةـ وـمـنـهـ يـمـكـنـ أـنـ نـذـكـرـ بـعـضـ الـأـهـدـافـ الـتـيـ تـسـعـيـ الـمـؤـسـسـةـ إـلـىـ تـحـقـيقـهـاـ مـنـ خـلـالـ إـسـتـرـاتـيـجـيـةـ الـمـالـيـةـ.

- ✓ اختيار أفضل المشاريع الاستثمارية لأجل تحقيق أكبر العوائد وبالتالي تعظيم عائد المساهمين، وتكون مردودية المشروع معيار محدداً في اختيار أفضلها، إضافة إلى تقييم المخاطر المرتبطة بها ومحاولة تقليلها.
- ✓ اختيار تشكيل أمثل لهيكل رأس المال، يمزج بين التكلفة الأقل والمدة التي تتطلبها الاستثمارات التي تحقق العائد المجزي للمساهمين، (المردودية المالية والاقتصادية)،

وتكون الرافعة المالية محدداً أساسياً في المفاضلة بين مصادر التمويل، التوفيقية (أسهم، سندات).

- ✓ اختيار أفضل المصادر التمويلية من حيث تكلفة التمويل ومدة وحجم التمويل وتقدير المخاطر المرتبطة بها، والمحافظة على ملاعة رأس المال.
 - ✓ تبني إستراتيجية توزيع أرباح سنوية عادلة تضي إلى خلق الرضي لدى المساهمين، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة السوقية.

10. أنواع الاستراتيجيات المالية

تتمثل في:

- ✓ **استراتيجية هيكل التمويل:** تختص هذه الإستراتيجية بتدبير موارد التمويل طويلة الأجل للمنظمة ويكون هيكل التمويل للمنظمة أموال الملكية والتي تتضمن رأس المال المملوک والاحتياطات والأرباح المحتجزة وهو ما يعرف بمصطلح حقوق الملكية.⁸
 - ✓ **استراتيجية إدارة الأصول:** تمتد مسؤولية الوظيفة المالية إلى مجالات إدارة الأصول سواء كانت أصولاً طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.⁹
 - ✓ **استراتيجية توزيع الأرباح:** تعتبر الأرباح عنصراً هاماً لاستمرار أعمال المنظمات، ولهذا فإن الأمر يتطلب ضرورة وضع إستراتيجية تحدد حجم الأرباح التي تحفظ بها المنظمة كاحتياطيات حتى يمكنها الاستمرار في أداء نشاطها.¹⁰
 - ✓ **استراتيجية الاندماج:** تعتبر أهم القرارات الاستثمارية الإستراتيجية وهي عبارة عن أداة تستخدمها الشركات بغرض التوسيع في عملياتها التشغيلية وتهدف في كثير من الأحيان إلى زيادة ربحيتها على المدى الطويل. وعادة ما تحدث عمليات الاندماج بالترابси بين الشركات المدمجة لضمان أن الصفقة ستعود بالفائدة على جميع الأطراف.

⁸ يوصي هناء، **تحليل الاستراتيجيات المالية للمؤسسات الصناعية الخاصة الجزائرية- دراسة ميدانية**، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة باجي مختار عنابة، العدد 5، جوان 2016، ص120.

⁹ date de consultation 20 /01/2024 / <Http://hardiscussion.com/hr37149.htm>

¹⁰ سعاد به شلبي، استر اتحمة ادارة الاصول والخصوم للحد من مخاطر السولة في الشركات التأمين، جامعة بوم داس ، ص 25

✓ **استراتيجية الدخول إلى السوق المالي:** لا بد على المؤسسة أن تقوم بدراسة معمقة من أجل خوض استراتيجية الدخول إلى السوق المالي لأنها تعتبر من أهم القرارات المالية كما تعتبر قرار مصيري في المؤسسة.

المحور الثاني: السياسة المالية للمؤسسة

تتعلق السياسة المالية للمؤسسة باتخاذ القرارات التي تسعى إلى تخصيص الموارد المالية بشكل يهدف إلى تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة وذلك حسب للقيود المالية المفروضة عليها. وتشمل هذه القرارات قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح. وفيما يتعلق بالموارد المالية للمؤسسة؛ فإنها تشمل التمويل الذاتي الذي يتمثل في استخدام الفائض النقدي المحقق من الأنشطة المالية للمؤسسة لتمويل النمو المستقبلي ورفع رأس المال. وبالإضافة إلى ذلك؛ توفر للمؤسسة خيارات أخرى مثل فتح رأس مال للمساهمة واللجوء إلى الاستدانة؛ وذلك لتأمين الموارد المالية الالزامية لتحقيق أهدافها.

1. الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة: تتمثل الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة في:

- ✓ تحقيق الأداء المالي وذلك بتحقيق المردودية المالية المنظرية.
- ✓ تحقيق التوازن المالي وذلك من فعالية السياسة المالية؛
- ✓ محاولة إيجاد مصادر التمويل المناسبة (سواء استثمار أو استغلال)؛
- ✓ تمويل الاحتياجات المالية؛

2. متغيرات السياسة المالية : وتمثل متغيرات السياسة المالية للمؤسسة في:

- ✓ النمو La croissance

✓ الاستقلالية المالية *l'indépendance financière*

✓ المردودية المالية *La rentabilité financière*

ويمكن تلخيص هذه الأهداف في الجدول الآتي:

الجدول 01: متغيرات السياسة المالية للمؤسسة

متغيرات السياسة المالية للمؤسسة	
اللجوء إلى الاستدانة لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة لغرض تحسين المردودية بواسطة أثر الرافعة المالية (هناك علاقة طردية أو عكسية بين المتغيرين)	المردودية المالية
عدم إمكانية اللجوء المطلق إلى الاستدانة بسبب ارتفاع المخاطر المالية من جهة ومنطق الهيكل المالي الذي يأخذ في الحسبان.	الاستقلالية المالية
تمويل النمو في النشاط يؤدي إلى تزايد اللجوء إلى الاستدانة وهذا يؤدي إلى مخاطر تركيبة رأس المال.	النمو

المصدر: من إعداد الباحثة

بعد تحديد متغيرات السياسة المالية للمؤسسة على المدير المالي أن يجد الحلول والبدائل التمويلية المناسبة وفق الترتيب المتفق عليه.

ويتبين 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 محدودا للسياسة المالية، ويبين على أساس ثلاث معايير أساسية:

- ✓ الربح *Le profit*
- ✓ الأمان *La sécurité*
- ✓ النمو *Le développement*

ومن خلال هذه المعايير تتعدد ستة سياسات تمثل أولويات السياسة المالية للمؤسسة

- ✓ أولوية الربح *PDS* أو *PSD*
- ✓ أولوية الأمان *SDP* أو *SPD*
- ✓ أولوية النمو *DPS* أو *DSP*

3. **أنواع السياسات المالية:** وينتتج عن دمج هذه المتغيرات بمعايير السياسة المالية *السياسات المالية الآتية:*

1.3. سياسة المردودية- الاستقلالية المالية - النمو RIC

تطبق هذه السياسة على المدى القصير حيث ترتكز مجهودات المؤسسة نحو تحقيق أرباح في الأجل القصير، والبحث عن أعلى مستويات مردودية للأموال الخاصة، والتخلص عن خيار النمو، وتسعى المؤسسة إلى تدنية مستوى الاستدانة وتحقيق أعلى درجات الاستقلالية المالية، أما سياسة الاستثمار فلا تتجه نحو تدعيم وتوسيع استثمارات الاستغلال، وتبحث في نفس الوقت عن استثمارات ذات مردودية موجبة وسريعة.

2.3. المردودية- النمو- الاستقلالية RCI

تعتبر هذه السياسة أكثر انسجاما في أهدافها، إذ تسعى المؤسسة إلى تحقيق مردودية عالية وهذا يساهم في تحقيق معدلات نمو مرتفعة والذي يشكل الخيار الثاني في هذه السياسة، وتواجه المؤسسة عدة صعوبات ومخاطر تقنية، تجارية ومالية، تؤدي بها إلى الرفع من مستوى الاستدانة وهذا له تأثير سلبي على الاستقلالية المالية، حيث تعتمد على القروض البنكية من أجل تغطية احتياجاتها المالية.

3.3. سياسة الاستقلالية المالية – المردودية – النمو IRC

في هذه السياسة المؤسسة تبحث عن الأمان وبالتالي الاستقلالية المالية، شرط محافظتها على مستوى معين من المردودية لضمان توزيع الأرباح على المساهمين والحفاظ على سعر السوق للسهم، ومن سلبيات هذه السياسة أنها تقوت على المؤسسة عدة فرص للنمو في محيط غير مستقر ومتغير قد يؤدي إلى خروج المؤسسة من السوق أو الوقع في الإفلاس، بالمقابل يمكن تبني هذه السياسة في حالة اعتمادها كسياسة للخروج أو الانسحاب من السوق أو من نشاط معين.

10.3. سياسة الاستقلالية المالية – النمو – المردودية ICR

تعطي المؤسسة في هذه الحالة الأولوية إلى الاستقلالية المالية دون إهمال مستقبل المؤسسة وذلك بعدم المخاطرة والاعتماد على التمويل الذاتي لتحقيق النمو، وبالتالي يعتبر النمو الخيار الثاني، وتواجه المؤسسة في هذه الحالة صعوبات مالية، بسبب محدودية اللجوء إلى الاستدانة لذلك تعتمد على التمويل الذاتي، وهذا صعب بسبب التخلص من هدف الربح وبالتالي تدني مستوى المردودية، لذلك تتجه المؤسسة للتنازل عن بعض أصولها للتقليل من المخاطر المالية.

5.3. سياسة النمو – المردودية – الاستقلالية المالية CRI

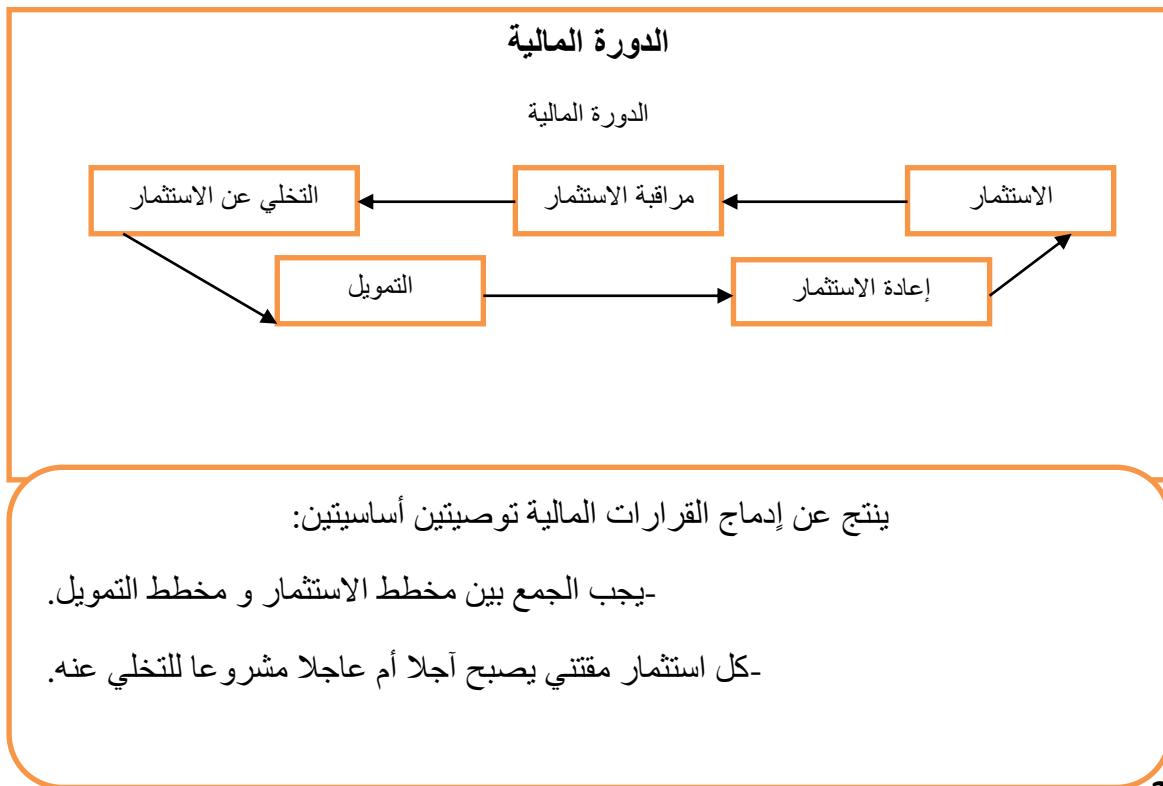
أولوية النمو تفرض على المؤسسة عدة تحديات مرتبطة بالتمويل، حيث أن المؤسسة مضطورة للجوء إلى الاستدانة مع أفضلية تحسين المردودية مما يؤدي بها إلى التضخيم باستقلاليتها المالية، لهذا على المؤسسة أن تعتمد على تمويلها الذاتي وإذا لم يكن كافياً تلجأ إلى الاستدانة مع عدم إهمال هدف الربح وإهمال عنصر الاستقلالية المالية، ويكون للمؤسسة قيد تمويلي واحد وهو تحسين المردودية فتلجأ إلى استخدام أثر الرفع المالي.

6.3. سياسة النمو – الاستقلالية المالية – المردودية CIR

إتباع 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 المردودية والتقليل من مستويات الاستدانة من أجل تحقيق هدف الاستقلالية المالية وهذا ما يجعل المؤسسة تتجه نحو اعتماد مكافأة رأس المال حيث تهدف إلى تدنيه توزيع الأرباح على حاملي الأسهم، كوسيلة تمويل داخلي للنمو وذلك رغم ما تحمله هذه السياسة من مخاطر اتجاه المساهمين.

المحور الثالث: القرارات المالية في المؤسسة**1. تكامل القرارات المالية الاستراتيجية:**

إن كل من قرار الاستثمار، التخلّي عنه وقرار التمويل، بمثابة انعكاس للتوجهات الاستراتيجية العامة التي يود الممiserون إنتهاجها لوضع أرضية للمؤسسة تتبعها على عدة سنوات. كما أن هذه القرارات المالية يجب أن تشكّل مجموعة متناسقة ومتراوطة فيما بينها، وهو ما يتضح في الشكل التالي:



1.2. قرارات الاستثمار

تعتبر هذه القرارات من أهم قرارات الإدارات المالية و الغالب في هذه القرارات أن الإدارة المالية تسعى لاستخدام أموالها الاستثمارية إما في خلق أصول المالية مثل النقد والاستثمارات قصيرة الأجل أو في خلق استثمارات عينية مثل المخزون السلعي، الآلات، المعدات.

و هذا يعني أن قرارات الاستثمار سوف تتحصر في اختيار نوع الموجودات التي يجب أن تستخدم من قبل إدارة المنشآت لتحقيق عوائد مستقبلية مصاحبة للاستثمار.

و يمكن تصنيف قرارات الاستثمار على النحو التالي :

أ- قرارات استثمارية قصيرة الأجل

تدور هذه المجموعة من القرارات حول الاستثمار في الموجودات المتداولة التي تشكل جزءاً مهماً من حركة الاستثمار الداخلي في منشآت الأعمال مثل النقد والاستثمارات المؤقتة و الدزم المدينة و المخزون السلعي لارتباط هذا الجزء بقدرة المنشأة على تحقيق و تعظيم عوائدها و في تحديد و ضمان السيولة المطلوبة فالقرار المالي السليم هو القرار الذي يتضمن الحجم الاقتصادي الأمثل لحجم الاستثمارات في الموجودات المتداولة

بـ- القرارات الاستثمارية طويلة الأجل

جـ- القرارات الاستثمارية الاستراتيجية

تهتم هذه المجموعة من القرارات بالخطيط الاستراتيجي للمنشأة و المتمثل في الاتساع و النمو و الثبات في سيطرتها على الأسواق المحلية أو التفكير في الأسواق العالمية .

2.2. قرارات التمويل

و تدور هذه المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات و حول تحديد المزيج الأمثل من مصادر تمويل الاستثمارات أي تحديد تشكيلة التمويل من مصادر التمويل المتاحة أي أن هذه القرارات تهتم بالمصادر التمويلية المناسبة و مبالغها و كففة الحصول عليها .

3.2. قرارات توزيع الأرباح

وهي القرارات المالية المتعلقة بتوزيع الأرباح و تتضمن هذه المجموعة كافة القرارات التي تهتم بتحديد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي توزع على المساهمين و زمن توزيع هذه الأرباح و هذا يعني تحديد نسبة التوزيع و تقدير العوائد الواجب الاحتفاظ بها داخل المنشأة بشكل أرباح احتياطية و الذي يعتبر مصدراً مهماً من مصادر التمويل الذاتي . و إن هذه القرارات هي من القرارات المالية المهمة نظراً للرغبات المتعارضة فيما بين المستثمرين الذين يرغبون بزيادة مكاسبهم النقدية السريعة من خلال توزيع نسبة أكبر من الأرباح و بين

رغبة الإدارة بزيادة الجزء المحتجز و بكميات أكبر من الأرباح الموزعة لأغراض عملية التوسيع الاستثماري داخل المنشأة .

4.2. قرارات التحليل و التخطيط

تدخل عملية التحليل و التخطيط كوظيفة رئيسية للإدارة المالية في منهج اتخاذ القرارات حيث يوفر التحليل و التخطيط الحدود المشتركة في قرارات الاستثمار و قرارات التمويل . فالتحليل هو عملية ضبط و تنظيم الأداء الحالي لمنشأة الأعمال و بواسطته تستطيع الإدارة المالية أن تكشف و تُقْوِّم المشاكل المالية الرئيسية داخل المنشأة . أي استخدام نتائج التحليل لعمليات اتخاذ القرارات أما التخطيط فيشير إلى قدرة الإدارة المالية في تقييم الفرص الرئيسية التي تقابلها بالإضافة إلى قدرتها في مواجهة التهديدات التي تتعرض لها منشأة الأعمال و باختصار فالخطيط هو عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالمستقبل و مواجهة الظروف غير المؤكدة التي تواجه نشاط منشأة الأعمال .

3. مراحل عملية اتخاذ القرار المالي

تشتمل عملية اتخاذ القرار المالي على العديد من المراحل التي يمر بها المديرين حتى يتمكنوا من الوصول إلى الحل الأفضل و اتخاذ القرار المناسب .

3.1. تشخيص و اكتشاف 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 اجراء مقارنات لقوائم الدخل لعدة سنوات ماضية و كذلك التكاليف و الأرباح و الأصول و الخصوم للكشف عن التغيرات و شكلها بالزيادة أو النقصان وقد تستخدم بهذا الشأن مختلف الأساليب لجمع المعلومات لقياس درجة التقلب أو الثبات في تدفقات الأموال و تغيرات القيمة و قد تمتد البحوث لجمع المعلومات المالية عن المشروعات التي تتمي للصناعة ككل و التي يعتبر المشروع جزء منها و إلى بعض القطاعات الاقتصادية ذات العلاقة بتمويل الشركة و إلى مصادر التمويل المختلفة .

2.3. البحث عن البديل

ان البديل هو الوسيلة الموجودة أمام الإدارة لحل المشكلة القائمة و تحقيق الأهداف المطلوبة و اتخاذ القرار المالي المناسب و يجب أن يتصف البديل بقدرته على تحقيق بعض النتائج التي يسعى متىخذ القرار للوصول إليها .

و تتطلب عملية تحديد البدائل :

- ✓ القدرة على الابتكار لإيجاد الحلول المناسبة
- ✓ الاعتماد على التجارب والسجلات السابقة و معلومات و خبرات الآخرين حتى يمكن الإمام بجميع المعلومات و النواحي المتعلقة بالمشكلة و بالتالي بكل الحلول الممكنة .
- ✓ فإذا كان القرار المالي يتعلق بالتمويل فيمكن أن تكون البدائل في التمويل الداخلي أو الاقتراض أو طرح أسهم المشروع . أما إذا كان قرارا استثماريا فيمكن الاعتماد على الاستثمار قصير الأجل كالاستثمار في الموجودات المتداولة مثل النقد و الذمم المالية المدينة و المخزون السلعي أو الاعتماد على الاستثمار طويل الأجل و المتمثل في الاستثمار بال الموجودات الثابتة و هو أصعب البدائل لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بـ بـ المبالغ و طول الفترة الزمنية للمشروع . و قد يكون في الاعتماد على الاستثمارات الاستراتيجية المرتبطة بالاستثمار الاستراتيجي.

3.3. مقارنة البدائل و تقييمها

وذلك عن طريق تقدير النتائج المتوقعة الإيجابية و السلبية لكل بديل و وضع معايير محددة تقوم على أساس نتائج كل بديل و استبعاد البدائل التي لا تتطابق مع الحد الأدنى من المعايير الموضوعة التي لا تتحقق مستوى الرضا . و يقصد بـ مستوى الرضا مدى تحقيق البدائل للشروط المطلوبة في اتخاذ القرار .

و من المعايير التي يمكن استخدامها في المقارنة بين البدائل المعايير المالية و التكلفة و الفنية و الإدارية و التي تتعلق بالربحية و التكاليف و معدلات الفائدة و دوران رأس المال

4.3. اختيار البديل المناسب (القرار)

و في هذه المرحلة يترجم المديرون جهودهم السابقة إلى اختيار أفضل البدائل و الذي ينتج أكبر قدر من الفوائد و المزايا المحتملة و يقلص السلبيات و العيوب إلى أقل ما يمكن و يجب أن يعتمد القرار الخاص باختيار أحد البدائل على ما يلي:

- ✓ تحقيق الأهداف الجوهرية الصادر من أجلها
- ✓ توفير الوقت و الجهد و التكلفة بالمقارنة مع الخيارات الأخرى.
- ✓ الملاءمة و الإمكانيات المتاحة .
- ✓ تقليل الآثار السلبية عند التطبيق.
- ✓ الاهتمام بدراسة عنصر المخاطرة في مراحل التنفيذ المختلفة مستقبلا .

5.3. تطبيق القرار المالي

يعتقد بعض متخدِي القرار أن دورهم ينتهي بمجرد اختيار البديل المناسب للحل و لكن هذا الاعتقاد خاطئ ذلك لأن البديل الذي تم اختياره لحل المشكلة يتطلب التنفيذ عن طريق تعاون الآخرين و متابعة التنفيذ للتأكد من سلامة التنفيذ و صحة القرار.

6.3. متابعة التطبيق و الرقابة و تقييم القرار

تهتم الخطوة الأخيرة في اتخاذ القرار بمتابعة عمليات التطبيق و تقييم النتائج أولاً بأول حيث تبين الرقابة على التنفيذ مدى جودة القرار و دوره في حل المشكلة موضوع القرار هذا إلى جانب أن المتابعة تظهر مدى الانحراف عن المخطط سعيا إلى الدقة و السرعة في معالجة الانحرافات السلبية و التعرف على أسبابها حتى لا تتفاقم و يصعب مواجهتها

4. العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار المالي

4.1. تأثير البيئة الخارجية

بما أن المنظمة تمثل خلية من خلايا المجتمع فان قراراتها تؤثر على هذا المجتمع سواء بصورة مباشرة او غير مباشرة . ومن العوامل البيئية الخارجية التي تؤثر في اتخاذ القرار المالي هي الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية السائدة في المجتمع والمنافسة الموجودة في السوق وتكلات النقابات والمستهلكين والتشريعات والقواعد الحكومية والتغيرات والتطورات التقنية والرأي العام والسياسة العامة للدولة .

4.2. تأثير البيئة الداخلية

يتأثر القرار المالي بالعوامل البيئية الداخلية في المنظمة من حيث حجم المنظمة والموارد المالية المتوفرة وكذلك الهيكل التنظيمي وطرق الاتصال والتنظيم الرسمي وغير الرسمي وطبيعة العلاقات السائدة وتوافر مستلزمات التنفيذ المادية والمعنوية والفنية.

4.3. تأثير متخذ القرار

تتصل عملية اتخاذ القرار المالي بشكل وثيق بالصفات النفسية للفرد أو الأفراد المشاركون في عملية اتخاذ القرار ويمكن تصنيف سلوك متخدِي القرارات فيما يتعلق باتخاذ القرار بإحدى الصفات التالية) المجازفة، الحذر التسرع و التهور (ويقع متخذ القرار تحت تأثير هذه العوامل مما يؤدي إلى أراء وانطباعات خاصة وظاهر سلوكيات معينة. كذلك فإن مستوى ذكاء متخذ القرار وما اكتسبه من خبرات ومهارات وما يملك من ميول وانفعالات تؤثر تأثيراً مباشراً في عملية اتخاذ القرار.

4.4. تأثير أهمية القرار

إن اتخاذ القرار المالي لتحقيق أهداف محددة أو لإيجاد حلول للمشاكل القائمة يتطلب من المدير المالي إدراك المشكلة من جميع أبعادها والتعمق في دراستها حتى يستطيع الوصول إلى القرار الذي يمثل الحل الجذري لها وينبع حدوثها في المستقبل. وكلما ازدادت أهمية المشكلة ازدادت أهمية القرار المناسب لحلها وازدادت ضرورة جمع الحقائق والمعلومات الازمة لتأمين الفهم الكامل لها والقدرة على رسم الحلول المناسبة وتنبع أهمية القرار المالي بما يلي:

- ✓ عدد الأفراد الذين يتاثرون بالقرار ودرجة التأثير.
- ✓ تأثير القرار من حيث التكلفة والعائد حيث تزداد أهمية القرار عندما تكون التكلفة مرتفعة وأيضاً عندما يكون العائد مرتفع.

4.5. تأثير عنصر الزمن

يعد توقيت القرار المالي من الأمور الهامة بالنسبة للمدير ومساعديه والأفراد الذين ينفذوه لما له من اثر فعال على المنظمة ككل. وعلى الرغم من عدم وجود معايير تحكم التوقيت المناسب لاتخاذ القرار في مختلف الحالات . إلا أن القرار المتأخر لن يفيد في حل المشكلة إذا كانت ذات صفة مستعجلة كما أن اتخاذ القرار المالي بصورة مبكرة عن الوقت المطلوب يجعل هذا القرار متجمداً حتى يحين موعد تتفاذه. وبالتالي فإن اختيار الوقت الملائم يعتمد على قدرة المدير المالي في استقراء الحوادث والتنبؤ بالمستقبل والأخذ بعين الاعتبار المؤشرات الداخلية والخارجية في المنظمة ومدى ارتباط هذا القرار بالقرارات الأخرى داخل المنظمة وخارجها.

4.6. التضخم النقدي وأثره على بعض القرارات المالية

من وجهة نظر المدير المالي فإن للتضخم تأثير كبير على الكثير من القرارات المالية وتأثر في هذه القرارات في العديد من النواحي ومن هذه النواحي :

- ✓ التمويل بأموال الاقراض أم بأموال الملكية
- ✓ تأثير التضخم على أسعار صرف العملات الأجنبية
- ✓ تأثير التضخم على القرارات المتعلقة بالاستيراد والتصدير

المحور الرابع: القرار الاستثماري

ان من بين أهم القرارات الاستراتيجية في المؤسسة هو قرار الاستثمار أو التخلي عن الاستثمار، فكيف يتم اتخاذ هذا القرار؟ وعلى أي أساس يتم اتخاذ مثل هذه القرارات؟

إن دراسة إمكانية تحقيق مشروع إستثماري يجب أن ترتكز على تقييم الاحتياجات و الموارد (الأموال) المحققة من المشروع، بمجرد أن تقبل العديد من المشاريع الاستثمارية لتناسبيها مع الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة، وملاءمتها من ناحية المردودية والمخاطر، تجمع المشاريع المتلائمة فيما بينها في برنامج للاستثمار . عند هذا المستوى يتمثل التخطيط في اقتناص البرنامج الذي يستجيب للتوجهات الاستراتيجية للمؤسسة والأفضل من حيث المردودية وأقل خطر.

1. مفهوم تقييم المشاريع الاستثمارية

نقصد بعملية تقييم المشاريع بأنها" عبارة عن عملية وضع المعايير الازمة التي يمكن من خلالها التوصل إلى اختيار البديل أو المشروع المناسب من بين عدة بدائل مقتربة، الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة استنادا إلى أسس علمية

2. مراحل تقييم المشروع

تمر عملية تقييم المشروع بالمراحل الآتية:

- **مرحلة تشخيص المشروع** :تهتم باختيار المشروع المزمع تنفيذه وإخضاعه لدراسات الجدوى التفصيلية.
- **مرحلة تحليل السوق** :تسمح عملية تحليل السوق بالتنبؤ بحجم الطلب مستقبلا على المنتجات، وكذا تقدير حجم المبيعات المتوقعة طيلة عمر المشروع، أي أنه يمكن تحديد التدفقات النقدية الدخلة المتوقعة خلال عمر المشروع.

- **مرحلة الدراسة الفنية :** ينتج عن الدراسات الفنية تقديرًا لطبيعة وحجم التكاليف الإجمالية للمشروع، أي أنه يمكن من خلال الدراسات الفنية تحديد التدفقات النقدية الخارجة في بداية وخلال عمر المشروع.
- **مرحلة التحليل المالي للمشروع :** تهتم عملية التحليل المالي للمشروع بمقارنة التدفقات الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة للمشروع بالاعتماد على معايير التقييم المتنوعة لتحديد الجدوى المالية للمشروع.
- **مرحلة التحليل الاقتصادي للمشروع :** وهو يعكس التقييم الاقتصادي من وجهة نظر الدولة، بحيث يتم تقدير المنافع الاقتصادية الممكن تحقيقها من خلال المشروع بما يسمح بالاستخدام الأمثل لموارد المجتمع في المشاريع ذات القدرة التنافسية الأفضل.
- **مرحلة التحليل الاجتماعي للمشروع :** ويقصد به تحليل وتقييم المشروع من حيث الجوانب الاجتماعية، وذلك من خلال معرفة مساهمته في تحقيق التنمية المتوازنة بين المناطق والأقاليم، وكذا مساهمة المشروع في تحقيق التنمية الريفية والحضرية، أي ما يتعلق بحساب المنافع الاجتماعية المتوقعة من إقامة هذا المشروع.
- **مرحلة التحليل البيئي :** ويتم ذلك من خلال الأخذ بعين الاعتبار للتكاليف البيئية الإضافية في تقدير التدفقات النقدية الخارجية للمشروع. ويشكل الاهتمام بالاعتبارات البيئية في السنوات الأخيرة عنصراً هاماً ضمن تقييم المشاريع، وذلك أن الأخذ بعين الاعتبار لهذه الأبعاد البيئية يتطلب عليه ضرورة إدخال التكاليف البيئية الإضافية ضمن حساب التدفقات الخارجية للمشاريع.
- **مرحلة إعداد تقرير جدوى المشروع :** وهي تتضمن كل المعلومات الواردة في المراحل السابقة وصولاً إلى الحكم على جدوى أو عدم جدوى المشروع مالياً و/أو اقتصادياً واجتماعياً وبيئياً.

3. أسس ومبادئ عملية تقييم المشاريع
يجب أن تستند عملية تقييم المشاريع على مجموعة من الأسس والمبادئ الهامة، والتي يمكن ذكرها كما يلي:

❖ ضرورة إيجاد نوع من التوافق بين المعايير المطبقة في عملية تقييم المشاريع وبين أهداف تلك

المشاريع :لابد أن تقوم عملية تقييم المشاريع على تحقيق التواافق بين الأهداف الأساسية للمشاريع وطبيعة المعايير التي تتضمنها عملية التقييم للمشاريع المقترحة، ذلك أنه من الممكن أن يناسب معيار ما هدفا معينا دون الأهداف الأخرى .كما قد لا تتناسب بعض المعايير التي تستخدم في تقييم المشاريع الخاصة في حالة استخدامها في عملية تقييم المشاريع العمومية، وذلك لاختلاف الأهداف التي تسعى إليها المشاريع العمومية مقارنة بالأهداف التي تسعى إلى تحقيقها المشاريع الخاصة.

❖ ضرورة الأخذ بعين الاعتبار للعلاقات الترابطية بين المشاريع محل التقييم :يجب أن يؤخذ بعين

الاعتبار أثناء عملية تقييم المشاريع لطبيعة العلاقات الترابطية بين مجموعة المشاريع محل التقييم، ويمكن أن تكون هذه العلاقات الترابطية كما يلي:

أ. المشاريع المستقلة :يعتبر مشروع ما مستقل عن المشاريع الأخرى إذا كان قرار قبوله أو رفضه لا يؤثر على قرارات قبول أو رفض المشاريع الأخرى.

ب. المشاريع المتنافبة (المتنافضة) : تكون المشاريع متنافبة فيما بينها إذا كان قرار قبول أحد المشاريع يؤدي بالضرورة إلى قرار رفض المشاريع الأخرى.

ت. المشاريع المتلازمة : تكون المشاريع متلازمة فيما بينها إذا كان قرار قبول أو رفض أحد المشاريع يؤدي بالضرورة إلى قرار قبول أو رفض المشاريع الأخرى.

ث. المشاريع المغوضة(البديلة) : نقول عن مشروع ما أنه مغوض لمشروع إذا كان قرار قبوله يؤدي إلى زيادة تكاليف المشروع الآخر أو إلى نقصان ايراداته.

ج. المشاريع المكملة :نقول عن مشروع ما أنه مكمل لمشروع آخر إذا كان قرار قبوله يؤدي إلى زيادة ايرادات المشروع الآخر أو إلى نقصان تكاليفه.

❖ ضرورة توفر المعلومات الدقيقة والشاملة حول المشاريع محل التقييم :من أجل ضمان نجاح

عملية تقييم المشاريع يجب توفر كل المعلومات الدقيقة والشاملة حول المشاريع محل التقييم، ذلك أن هذه المعلومات تشكل أساس عملية التقييم من خلال المعايير المستخدمة.

4. معايير تقييم المشاريع

في بعض الأحيان تتوفر لدى المؤسسات الاستثمارية كافة المعلومات المتعلقة بكل البدائل المقترحة لديها، ذلك ما يجعل استثمار المؤسسة يتسم بالتأكد والمعايير التي تستعملها المؤسسة لتقييم المشاريع الاستثمارية المقترحة عليها من ناحية الربحية التجارية فهي تتسم بالبساطة والسهولة.

كما أن البعض منها يأخذ الزمن بعين الاعتبار والبعض الآخر لا يأخذ الزمن بعين الاعتبار. فهي تلك المعايير التقليدية التي لا تأخذ بعين الاعتبار الزمن في التقييم، أو المعايير الغير معدلة بالوقت.

1.4. المعايير التي لا تأخذ بعين الاعتبار عنصر الزمن

وتتلخص هذه المعايير التي لا تراعي عنصر القيمة الزمنية للنقد في فيما يلي : فترة الاسترداد، معدل العائد المحاسبي، والتي تمتاز بميزات تؤهلها لكي تكون كمعايير لتقييم المشاريع، كما تتناسبها جملة من السلبيات، هذه الأخيرة التي تعتبر كمنطلق لصياغة نماذج تقييمية أخرى.

4.1.1. معيار فترة الاسترداد (DR) *Le délai de récupération (DR)*

نقصد بفترة الاسترداد الفترة اللازمة لكي تتعادل صافي التدفقات النقدية مع التكاليف الاستثمارية المبدئية للمشروع، أو هي المدة الزمنية اللازمة ليتمكن المشروع من استرجاع تكاليفه الاستثمارية، وفقاً لهذا المعيار فإن المشروع الذي يقوم باسترداد أمواله أو تكاليفه الاستثمارية في أقل مدة زمنية ممكنة يكون هو الأحسن والمرغوب فيه.

وعليه يمكن تلخيص معيار فترة الاسترداد فيما يلي:

أ/ حالة التدفقات النقدية المتساوية: في هذه الحالة يتم حساب فترة الاسترداد بالعلاقة التالية:

فترة الاسترداد = الاستثمار المبدئي (التكلفة الاستثمارية) / التدفق النقدي السنوي

- قاعدة القرار الاستثماري:

- إذا كانت فترة الاسترداد أقل من المدة النموذجية، فإن المشروع يكون مقبولاً.
- إذا كانت فترة الاسترداد أكبر من المدة النموذجية، فإن المشروع مرفوضاً.
- إذا كانت فترة الاسترداد تساوي المدة النموذجية، فإن المشروع يكون مقبولاً.

مثال: قدرت التكاليف الاستثمارية لمشروع بـ 800000 د.ج وكانت تدفقاته النقدية السنوية الدخلة على مدى 5 سنوات مساويةً ل 25000 د.ج.

- فما هي فترة الاسترداد ؟ وإذا كانت فترة الاسترداد النموذجية هي 4 سنوات، فهل يتخذ القرار الاستثماري بالقبول أو بالرفض؟

الحل: بتطبيق معامل فترة الاسترداد، نجد أن $F = 1$ تساوي:

فترة الاسترداد = 3 سنوات و 2 أشهر و 12 يوم

بما أن فترة الاسترداد أقل من المدة النموذجية، فإن القرار يكون بقبول المشروع، فمن خلال هذا المثال يمكن أن نستنتج أن فترة الاسترداد لا تستعمل فقط في معرفة المدة اللازمة لاسترداد الأموال أو التكاليف الاستثمارية فقط وإنما تستعمل أيضاً في معرفة ما إذا كان المشروع مقبول أو مرفوض.

تطبيق: قدرت التكاليف الاستثمارية لمشروع بـ 925000 د.ج وكانت تدفقاته النقدية السنوية الدخلة على مدى 5 سنوات مساويةً ل 15200 د.ج.

فما هي فترة الاسترداد ؟ علماً أن الفترة النموذجية هي 4.5 سنة.

ب. حالة التدفقات النقدية الغير متساوية

في بعض الأحيان نجد أن التدفقات النقدية الدخلة للمشروع تكون مختلفة ومتباينة من سنة لأخرى، وفي هذه الحالة تكون معادلة حساب فترة الاسترداد كما يلي:

فترة الاسترداد = الاستثمار المبدئي (التكلفة الاستثمارية) / متوسط التدفقات النقدية السنوية

مثال:

قدر التكاليف الاستثمارية لمشروع استثماري بـ 40000 د.ج ، وكانت تدفقاته النقدية لمدة 5 سنوات على النحو التالي :

السنوات	التدفقات النقدية			
5	4	3	2	1
14000	11000	8000	12000	10000

ما هي فترة الاسترداد ؟

الحل:

التدفقات النقدية المترادمة	التدفقات النقدية	السنوات
10000	10000	1
22000	12000	2
30000	8000	3
41000	11000	4
55000	14000	5

يتم ايجاد فترة الاسترداد باستخدام التدفق النقدي المترادم :

في السنة الأولى حق المشروع تدفق نقدي قيمته 10000

في السنة الثانية حق المشروع تدفق نقدي مترادم قيمته 22000 لم يصل بعد إلى تغطية تكلفته

في السنة الثالثة حق المشروع تدفق نقدي مترادم قيمته 30000 لم يصل بعد إلى تغطية تكلفته. مازال يحتل مبلغ 10000 دج من أجل الوصول إلى تغطية التكالفة

بينما في السنة الرابعة قيمة التدفق النقدي كان 11000 دج ، إذا نبحث عن المدة الازمة للحصول على تدفق نقدي قيمته 10000 دج فقط في السنة الرابعة

$$11000 \longrightarrow 12 \text{ شهرا} \implies N = 12 \times 10000 / 12000 = 10$$

$$10000 \longrightarrow N \text{ شهرا}$$

إذن فترة استرداد تكلفة المشروع هي ثلاثة سنوات و 10 أشهر

بالإضافة إلى الطرقين السابقتين هناك طرق أخرى يمكن استعمالها في حساب فترة الاسترداد، سواء في حالة التدفقات النقدية المتساوية أو الغير متساوية أو المفاضلة بين البديل المختلفة المتاحة للمشروع.

ت. مزايا وعيوب معيار فترة الاسترداد

• المزايا: ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- السهولة والبساطة في الفهم والتطبيق؛
 - يعتبر هذا المعيار مهم جداً بالنسبة للمشروعات التي تتميز بالتطور التكنولوجي والتقدير الفني والتي تحتاج إلى إحلال سريع، لذا نجدها تهتم بفترة الاسترداد والتي تفضل أن تكون قصيرة؛
 - يعتبر هذا المعيار مهم جداً بالنسبة للمنشآت التي تتعرض للتغيرات الموسمية، وعليه تكون مهتمة باسترداد الأموال المستمرة خلال فترة نموذجية؛
 - كما يعتبر هذا المعيار مهم جداً بالنسبة للمنشآت التي تعاني من مشكلة السيولة، والتي نجدها مهتمة جداً باسترداد الأموال المستمرة وذلك بغية إعادة استثمارها في مجالات أخرى.
- العيوب: ويمكن تلخيصها فيما يلي:
- يتجاهل معيار فترة الاسترداد القيمة الزمنية للنقد، وذلك لأن قيمة النقد تختلف من سنة لأخرى؛
 - يستعمل معيار فترة الاسترداد لقياس المدة اللازمة لاسترداد المبلغ أو الأموال المستمرة وليس في حساب الربحية، وهذا معارضٌ تماماً لأهداف المشاريع والمتمثلة في تحقيق الربحية من الاستثمار.

2.1.4. معيار معدل العائد المحاسبي: (TRC) *taux de rendement comptable:*

يمتلك هذا المعيار نموذجاً للاستحقاق المحاسبي، ويمكن تعريفه بأنه "عبارة عن النسبة المئوية بين متوسط العائد السنوي إلى متوسط التكاليف الاستثمارية". كما يعبر عن "سعر الفائدة الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي ينتجها المشروع وبين التكاليف التي يتطلبها المشروع المقترن".

ويمكن تلخيص المدلول الرياضي لمعدل العائد المحاسبي فيما يلي:

$$\text{معدل العائد المحاسبي} = \frac{\text{متوسط الربح السنوي}}{\text{التكلفة الاستثمارية}} \times 100$$

$$TRC = \frac{\frac{1}{n} \sum CFN}{I} \times 100$$

وبصفة عامة هناك ثلاثة حالات للتقدير هي:

- * إذا كان معدل العائد المحاسبي = معدل العائد الأمثل فإن المشروع يعتبر مقبولاً.
 - * إذا كان معدل العائد المحاسبي أصغر من معدل العائد الأمثل فإن المشروع يعتبر مرفوضاً.
 - * إذا كان معدل العائد المحاسبي أكبر من معدل العائد الأمثل فإن المشروع يعتبر مقبولاً.
- مثال: قدرت التكلفة الاستثمارية لمشروع استثماري بـ 240000 د.ج، وكانت تدفقاته النقدية على مدى 5 سنوات، وفق الجدول التالي:

السنوات	التدفقات النقدية	1	2	3	4	5
100000	60000	135000	150000	100000	155000	100000

- فما هو معدل العائد المحاسبي؟ وما هو القرار الاستثماري المتخذ إذا كان معدل العائد الأمثل يساوي 30%؟

الحل:

السنوات	التدفقات النقدية	التدفقات النقدية المترادمة
1	60000	60000
2	135000	95000
3	150000	135000
4	100000	155000
5	100000	290000

لدينا معدل العائد المحاسبي = 45%. وبما أن معدل العائد الأمثل = 30% وبما أن معدل العائد المحاسبي أكبر من معدل العائد الأمثل فإن المشروع مقبول اقتصادياً.

- مزايا وعيوب معيار معدل العائد المحاسبي
- المزايا: ويمكن تلخيصها فيما يلي:
 - سهولة هذا المعيار في الفهم والتطبيق؛
 - يعتبر من الوسائل الرقابية الذاتية عند تنفيذ المشروع، وذلك بمقارنته مع معدل تكلفة رأس المال؛
 - يأخذ بعين الاعتبار القيمة المتبقية للمشروع و يحدد قيمة العائد الاقتصادي المتوقع تحقيقه منه؛

• العيوب:

ويمكن تلخيصها فيما يلي :

- تجاهل معدل العائد المحاسبي لتوقيت الأرباح، فهو يتجاهل إذن القيمة الزمنية للنقد.
- يتجاهل هذا المعيار افتراض إعادة استثمار العائد المحقق من المشروع في عمليات استثمارية أخرى.

3.1.4. دليل الربحية الغير مخصوص

ويمكن تعريفه بأنه " نسبة التدفقات النقدية الداخلة إلى التدفقات النقدية الخارجة". وهذا المعيار يعبر عن نسبة الأرباح المحققة من استثمار وحدة نقدية وعلاقته كالتالي:

التدفقات النقدية الداخلة

دليل الربحية الغير مخصوص =

التدفقات النقدية الخارجة

و فيه نجد ثلاثة حالات:

- إذا كان دليل الربحية = 1 فإن الوحدات النقدية لا تتحقق لا ربح ولا خسارة.
- إذا كان دليل الربحية أكبر من الواحد فإن ذلك يعني أن كل وحدة نقدية تحقق ربحا.
- إذا كان دليل الربحية أصغر من الواحد فإن ذلك يعني أن كل وحدة نقدية تتحقق خسارة.

مثال: لدينا البديلين التاليين:

4	3	2	1	السنة
---	---	---	---	-------

40000	40000	30000	28000	البديل (أ)
30000	42000	50000	8000	البديل (ب)

وقد قدرت تكاليفهما الاستثمارية ب 100000 د.ج لكل واحد منهما.

ما هو دليل الربحية لكل منهما؟ وأي البديلين أفضل؟

الحل:

حساب دليل الربحية:

البديل (ب)		البديل (أ)		السنوات
المجموع	التدفقات النقدية	المجموع	التدفقات النقدية	
8000	8000	28000	28000	1
58000	50000	58000	30000	2
100000	42000	98000	40000	3
130000	30000	138000	40000	4
1.3=100000/130000		1.38 = 100000/ 138000		دليل الربحية
الثاني		الأول		الترتيب

نلاحظ أنه عند استثمار وحدة نقدية في المشروع الأول نحصل على 0.38 ون كربح، أما عند استثمار وحدة نقدية في المشروع الثاني فنحصل على 0.30 ون ربح.

- **مزايا وعيوب معيار دليل الربحية غير المخصوص:**

• **المزايا:** ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- سهولة الفهم والتطبيق.

- يساعد ويوضح هذا المعيار عملية معرفة ربحية وحدة نقدية مستثمرة.

- يساعد هذا المعيار في ترتيب المشاريع أو البديلات المتاحة وفق أعلى ربحية محققة من استثمار وحدة نقدية.

• **العيوب:** ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- إهمال هذا المعيار للقيمة الزمنية للنقد، وذلك لافتراضه تساوي كل التدفقات النقدية الداخلة لل مشروع.

- هذه الطريقة تعتبر كطريقة مكملة وليس طريقة أساسية.

- صعوبة استخدام هذا المعيار عندما يختلف العمر الإنتاجي بين البدائل المتاحة.

2.4. المعايير التي تأخذ بعين الاعتبار عنصر الزمن

ونقصد بها تلك المعايير التي تأخذ بعين الاعتبار عنصر الزمن في التقييم، أو هي تلك المعايير المعدلة بالوقت.

1.2.4. معيار صافي القيمة الحالية (VAN) La valeur actuelle nette

يقصد بالقيمة الحالية كم يساوي مبلغ معين حالياً في المستقبل بعد سنة أو أكثر.
صافي القيمة الحالية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة - القيمة الحالية للتدفقات النقدية
الخارجة

أي

$$VAN = \left[\frac{CFN1}{(1+i)^1} + \frac{CFN2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{CFNn}{(1+i)^n} \right] - I_0$$

بحيث: VAN تمثل صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية، CFN تمثل التدفق النقدي السنوي الصافي، I يمثل معدل الخصم،

I_0 تمثل التدفقات الاستثمارية المبدئية.

وفي هذا المعيار نجد ثلاثة حالات:

- إذا كانت صافي القيمة الحالية أكبر من الصفر، فذلك ما يعني أن التدفقات النقدية الداخلة أكبر من التكلفة الاستثمارية، وعليه يقبل المشروع.

- إذا كانت صافي القيمة الحالية أصغر من الصفر، فذلك ما يعني أن التدفقات النقدية الداخلة أصغر من التكلفة الاستثمارية، وعليه يرفض المشروع.

- إذا كانت صافي القيمة الحالية تساوي الصفر، فذلك ما يعني أن التدفقات النقدية الداخلة تساوي التكلفة الاستثمارية، وعليه هذا ما يمثل الحد الأدنى لقبول المشروع.

أما بالنسبة لمعامل الخصم فإنه يهدف إلى:

- إزالة تأثير الزمن على التدفقات النقدية للمشروع من بداية تنفيذه حتى نهايته.

- في حالة تمويل المشروع بقرهوض مسيرة فيفضل الاعتماد على سعر الفائدة الذي يحدده البنك المركزي على الديون (القرهوض) الطويلة الأجل.
ولحساب صافي القيمة الحالية هناك طريقتين: الطريقة الجبرية أو طريقة الجداول المركبة.

مثال:

لدينا مشروعين (أ) و (ب)، قدرت التكاليف الاستثمارية لكل منهما 10000 دون، وكانت التدفقات النقدية موضحة في الجدول التالي:

السنوات	1	2	3	4	5
المشروع (أ)	6000	5000	4000	3000	2000
المشروع (ب)	1000	2000	3000	7000	7000

إذا كان معدل الخصم هو 7 %، احسب صافي القيمة الحالية للمشروعين باستخدام الطريقة الجبرية و طريقة الجداول المركبة و أي البديلين أفضل؟

الحل:

1- حساب صافي القيمة الحالية بالطريقة الجبرية:

لدينا:

$$VAN_1 = 6000(1,07)^{-1} + 5000(1,07)^{-2} + 4000(1,07)^{-3} + 3000(1,07)^{-4} + 2000(1,07)^{-5} = 6948$$

$$VAN_2 = 1000(1,07)^{-1} + 2000(1,07)^{-2} + 3000(1,07)^{-3} + 7000(1,07)^{-4} + 7000(1,07)^{-5} = 5462$$

نلاحظ أن صافي القيمة الحالية للمشروع الأول أكبر من صافي القيمة الحالية للمشروع (ب) و منه فالمشروع (أ) أفضل من المشروع الثاني.

2- حساب صافي القيمة الحالية بطريقة الجداول المركبة:

حساب صافي القيمة الحالية

البديل (ب)		البديل (أ)		القيمة الحالية عند $n=1,07$	السنوات
القيم الحالية	التدفقات النقدية	القيم الحالية	التدفقات النقدية		
934	1000	5604	6000	0.934	1
1746	2000	4365	5000	0.873	2
2448	3000	3264	4000	0.816	3
5341	7000	2289	3000	0.763	4
4991	7000	1426	2000	0.713	5
15460		16948		مجموع القيم الحالية	

VAN₁ = 6948**VAN₂ = 5460**

و منه فالمشروع (أ) أفضل من المشروع (ب).
 هاتين الطريقتين تستعملان في حالة تساوي التكلفة الاستثمارية، أما في حالة اختلاف التكاليف الاستثمارية فإنه يستعمل مؤشر الربحية، والذي يبين الأرباح التي تدرها المشروعات و علاقتها كما يلي :

تطبيق:

لدينا مشروعين استثماريين (أ)، (ب) و كانت تكاليفهما الاستثمارية 100000 و.ن و 200000 و.ن على التوالي، بينما التدفقات النقدية لكل منهما موضحة في الجدول التالي :

المشروع (ب)	المشروع (أ)	السنوات
30 000	40 000	01
50 000	50 000	02
70 000	40 000	03
90 000	20 000	04

70 000	-	05
--------	---	----

إذا كان معدل الخصم المستخدم هو 10 %، فأي البديلين أفضل وفقاً لمعايير ص.ق.ح؟

- مزايا وعيوب معيار صافي القيمة الحالية:

• المزايا: ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- يعتبر هذا المعيار مهم جداً ومفضل في عملية التقييم لمراعاته لعامل الوقت أو القيمة الزمنية للنقد.

- يأخذ هذا المعيار قيمة بسائل الاستثمار بعين الاعتبار، كشراء أسهم شركات أخرى، شراء سندات وذلك باستخدام سعر الخصم الذي يمثل تكلفة رأس المال.

• العيوب: ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- صعوبة اختيار سعر خصم مناسب، لأنه يمثل سعر أو تكلفة الأموال، وهو يخضع لتوقعات متباينة بحيث أنه يمكن أن يكون خاطئاً.

- هذا المعيار يعبر عن العائد الاقتصادي ويهمل العائد الاجتماعي المتوقع من هذه المشاريع.

2.2.4. معيار دليل الربحية المخصوص (IPe):

وهو "نسبة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة إلى التدفقات النقدية الخارجة".

$$IPe = \frac{\text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة}}{\text{القيمة الحالية للتدفقات الخارجية}} = \frac{VAN+1}{}$$

وفيه نجد ثلاثة حالات:

- إذا كان الناتج أكبر من الواحد فذلك يعني أن المشروع ذو ربحية وبالتالي فهو مقبول اقتصادياً.

- إذا كان الناتج أصغر من الواحد فذلك يعني أن المشروع ليس له ربحية، وبالتالي فهو مرفوض اقتصادياً.

- إذا كان الناتج يساوي الواحد، فذلك يعني أن المشروع ليس له لا ربح ولا خسارة.

مثال: لدينا بديلين استثماريين (أ) ،(ب) ، قدرت تكلفتهما الاستثمارية بـ 100000 دج، وكانت التدفقات النقدية على النحو التالي:

السنوات	5	4	3	2	1
---------	---	---	---	---	---

70000	40000	30000	10000	25000	المشروع (أ)
80000	60000	40000	50000	10000	المشروع (ب)

- إذا كان معامل الخصم هو 14 % ، فما هو البديل الأفضل ؟

الحل:

حساب دليل الربحية

المشروع (ب)		المشروع (أ)		معامل الخصم	السنوات
القيمة الحالية	التدفقات النقدية	القيمة الحالية	التدفقات النقدية	% 14	
(130000)	(130000)	(100000)	(100000)	1	0
8770	10000	21925	25000	0.877	1
38450	50000	7690	10000	0.769	2
26960	40000	20220	30000	0.674	3
35520	60000	23680	40000	0.592	4
41520	80000	36330	70000	0.519	5
21220		9845		صافي القيمة الحالية	

ومنه:

9845

$$1,09 = 1 + \frac{9845}{100000} = دليل الربحية (أ)$$

21220

دليل الربحية (ب) = $1,16 = 1 + \frac{\text{_____}}{130000}$

130000

ومنه فالبديل (ب) أحسن من البديل (أ) لأن دليل ربحية المشروع (ب) أكبر من دليل ربحية المشروع (أ)

- مزايا وعيوب دليل الربحية المخصوص:
- المزايا: ويمكن تلخيصها فيما يلي:
 - سهولة الفهم والتطبيق.
 - أخذه بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقد.
- العيوب: ويمكن تلخيصها فيما يلي:
 - إن هذا المعيار يظهر القيمة الحالية ودليل الربحية فقط ، وبالتالي هذان الرقمان لا يسمح للمستثمر باتخاذ قرار الاستثمار.
 - اعتماده على معدل خصم يمكن أن يكون تقديرى وبالتالي احتمال الخطأ.

3.2.4. معدل العائد الداخلي (TRI) Le taux de rendement interne

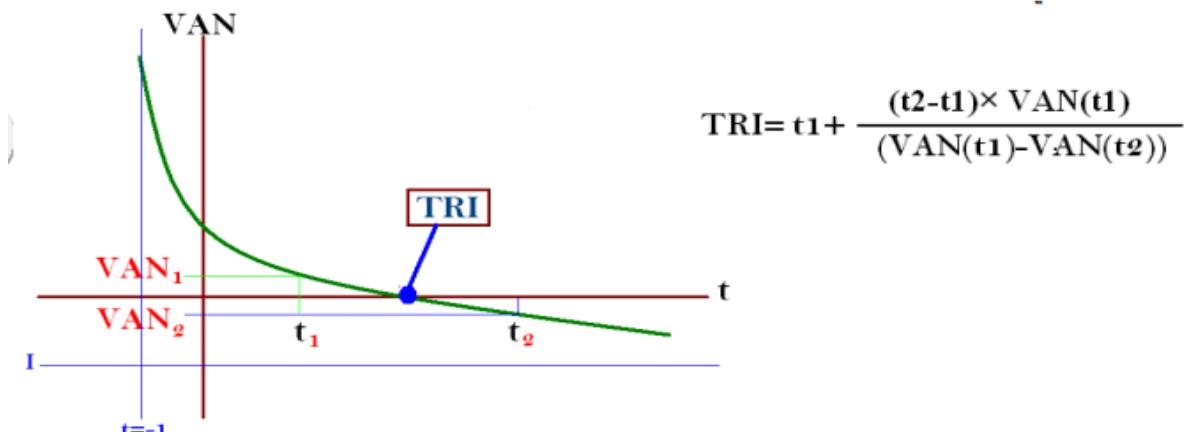
ويقصد به المعدل الذي يخفض صافي القيمة الحالية إلى الصفر أي هو ذلك المعدل الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مساوية على القيمة الحالية للاستثمار المبدئي.

وذلك وفق العلاقة التالية :

القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة = القيمة الحالية للاستثمار المبدئي

الطريقة الرياضية:

نظراً لصعوبة تطبيق الطريقة السابقة فإنه يمكن الاعتماد على الطريقة الرياضية التي تتطلب حساب ص.ق.ح. للمشروع عند معدل خصم مختلفين ويفضل أن تكون ص.ق.ح. عند معدل الخصم الأصغر موجبة وعند المعدل الأكبر سالبة، وكلما كانت القيمة قريبة من الصفر أكثر كلما كانت النتائج أكثر دقة ويمكن استنتاج معدل العائد الداخلي رياضياً من خلال العلاقة التالية: والبيان التالي يعكس ذلك:



مع الأخذ بعين الاعتبار أن معدل العائد الداخلي المحسوب باستخدام هذه العلاقة هو تقريري وتزداد دقتها إذا تم مراعاة أن تكون VAN_1 موجبة، VAN_2 سالبة، والقيم قريبة من الصفر، علماً بأنه يمكن باستخدام برامج الحاسوب مثل (إكسل) حساب جميع المؤشرات السابقة بسهولة ودقة متناهية، ولكن لا بد من الوقف على مفاهيم تلك المؤشرات ودلائلها وقراءة ما بها من نتائج.

مثال توضيحي:

لتكن لدينا المعطيات الآتية لمشروع استثماري ما :

$CF_i = 30000$

$i = 100000$

$n = 5$

$t = 4$

المطلوب: قم بحساب معدل العائد الداخلي واتخاذ القرار الاستثماري الذي تراه صائباً.

لما $i = 5\%$ فإن $VAN = 6074.78$

لما $i = 10\%$ فإن $VAN = -4458.22$

وبما أن:

$$TRI = x_1 + (x_2 - x_1) \frac{VAN_1}{VAN_1 - VAN_2} \iff TRI = 5 + (10 - 5) \frac{6074.78}{6074.78 - (-4458.22)} \quad \text{فإن } TRI = 7.88\%$$

القرار: بما أن $TRI > i$: فإن المشروع مقبول

وفيه نجد حالتين :

- إذا كان معدل العائد أكبر من معدل الحصول على الأموال فإن المشروع يكون مقبولاً.
- إذا كان معدل العائد أصغر من معدل الحصول على الأموال فإن المشروع يكون مرفوضاً.

مثال 02

لدينا مشروع استثماري قدرت تكاليفه المبدئية 100000 د.ج وكان معدل تكلفة الأموال يقدر بـ 14% وكانت التدفقات النقدية مبينة في الجدول التالي:

السنوات	التدفقات النقدية	1	2	3	4	5
	20000	40000	30000	40000	40000	20000

- ما هو معدل العائد الداخلي ؟

الحل:

نفترض عدة معدلات، ونوضح ذلك في الجدول التالي:

حساب صافي القيمة الحالية

السنوات	التدفقات النقدية	معدل العائد 10%	معدل العائد 15%	معدل العائد 20%	القيمة الحالية % 10	القيمة الحالية % 15	القيمة الحالية % 20
1	20000	0.909	0.870	0.833	18180	17400	16660
2	40000	0.826	0.756	0.694	23040	30240	27760
3	30000	0.658	0.658	0.579	22530	19740	17370
4	40000	0.683	0.572	0.482	27320	22880	19280
5	20000	0.621	0.497	0.402	12420	9940	8040
	صافي القيمة الحالية				3490	200	-10890

ومنه معدل العائد الداخلي يساوي:

200

$$\% 15.09 = \frac{5+15}{200} =$$

10890+200

بما أن معدل العائد الداخلي أكبر من معدل تكلفة الأموال فإن المشروع مقبول اقتصادياً.

- **مزايا وعيوب معدل العائد الداخلي**
- **المزايا:** ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- أخذه بعين الاعتبار لقيمة الزمنية للنقد، أي أنه يأخذ تأثير الزمن في النقد بعين الاعتبار.
- تمييز هذا المعيار بالموضوعية بحيث أنه يوضح المعدل الذي يوضح كل المعلومات المتعلقة بالاقتراح الاستثماري.
- يشير إلى ربحية الاقتراح وقوته الإرادية بطريقة واضحة.
- يتيح إمكانية المتابعة ومقارنة التنفيذ الفعلي.
- **العيوب:** ويمكن تلخيصها فيما يلي:
 - من الصعب الاعتماد على الأسلوب في حالات استثمارات التجديد.
 - صعوبة هذا المعيار عند المقارنة بين مشروعين أو أكثر.

2. قرار التخلي عن الاستثمار

إن التحضير واتخاذ القرار وإنجاز عملية التخلي عن الاستثمار هي مماثلة للاقتناء. إن دراسة إمكانية التخلي عن الاستثمار يجب أن ترتكز على المقارنة بين الأموال الممكّن تحصيلها من العملية والتدفقات المستقبلية التي تفقد في حالة اتخاذ القرار بالتخلي عن الاستثمار.

المotor الخامس: قرار التمويل في المؤسسة

تعتبر وظيفة التمويل، بما تتضمنه من بحث عن مصادر التمويل، والاختيار من بينها، والتقرير بخصوص المزاج الأفضل منها، عملية هامة جداً بالغة التعقيد خاصة في المؤسسات الكبيرة، لذلك يتطلب القيام بهذه الوظيفة توافر كفاية متميزة لدى الإدارة المالية لما للقرارات المتعلقة بموضوع التمويل من أثر هام في ربحية المؤسسة وسلامة وضعها المالي.

ولما كان نشاط المشروع لا يتناول الحاضر فقط بل يمتد إلى المستقبل، فإن دور الإدارة المالية لا يقتصر على حل المشاكل المالية الآنية فحسب، بل يسهم في تحديد الخيارات الأساسية في حياة المشروع، وآفاق تطوره في المستقبل.

وهكذا فإن الإدارة المالية تشمل مهام متعددة تتناول أساساً التخطيط المالي لتحديد حاجة المشروع الآنية والمستقبلية إلى الأموال وتوفيرها في الوقت المناسب ومن المصدر المناسب. ثم الرقابة على استخدام هذه الأموال وتقدير النتائج التي تتحقق باللجوء إلى وسائل التحليل المالي المختلفة.

1. حاجيات المؤسسة التمويلية

يمكننا تقسيم حاجات المؤسسات الاقتصادية إلى قسمين:

القسم الأول : حاجات تتعلق بتمويل رأس المال الثابت كشراء الآلات و المعدات و العقارات إلخ، أي أن المقصود من ذلك هو الحاجة إلى الأصول الثابتة و مصادر الإنتاج. وهي حاجات طويلة الأجل لا يمكن إشباعها إلا بالاعتماد أو الالتجاء إلى التمويل طويلاً الأجل بواسطة البنوك ذات الموارد طويلة الأجل سواء كانت ممولة لها أم ناتجة من إصدار أسهم خاصة بها أم شركاتها أم عن طريق الودائع المجمدة ذات الأجل الطويلة (أكثر من 3 سنوات)

القسم الثاني : حاجات طارئة تتعلق بتعطية رأس المال العامل لتغطية حاجياتها الاستغلالية، وهو الجزء الذي تتحفظ به في حالة سيولة لاستخدامه في تشغيل رأس المال الثابت و القيام بالنشاط الاقتصادي للمؤسسة و لذا يعبر عنه برأس المال العامل، و مدة هذا التمويل تمتد إلى سنتين.

2. أهداف السياسة التمويلية للمؤسسة

إن أهداف السياسة التمويلية تكون مندمجة في أهداف الإستراتيجية المالية و التي تعمل بالتنسيق مع بقية الأهداف الإستراتيجية لبقية الوظائف والتي تتكامل فيما بينها لتحقيق أهداف الإستراتيجية العامة للمؤسسة ككل، و من أهم أهداف السياسة التمويلية ما يلي:

- ✓ تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال؛
- ✓ ضمان مستوى من السيولة؛
- ✓ تعظيم المردودية؛

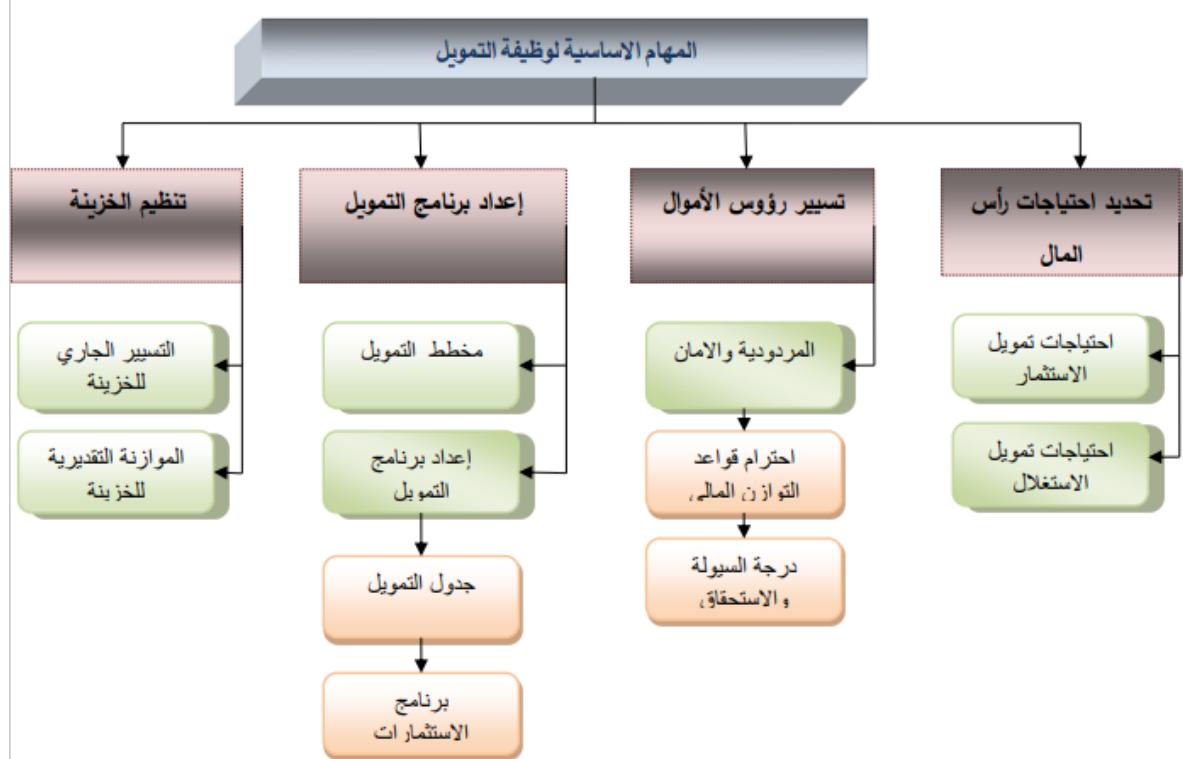
✓ محاولة زيادة حجم المؤسسة واكتسابها قوة و تحقيق النمو؛

3. المهام الأساسية لوظيفة التمويل: تتمثل المهام الأساسية لوظيفة التمويل فيما يلي :

- تحديد احتياجات رأس المال
- تسيير رؤوس الأموال
- إعداد برنامج التمويل
- تنظيم الخزينة

ويمكن شرح هذه المهام من خلال الشكل التالي:

شكل رقم(04): المهام الأساسية لوظيفة التمويل في المؤسسة الاقتصادية

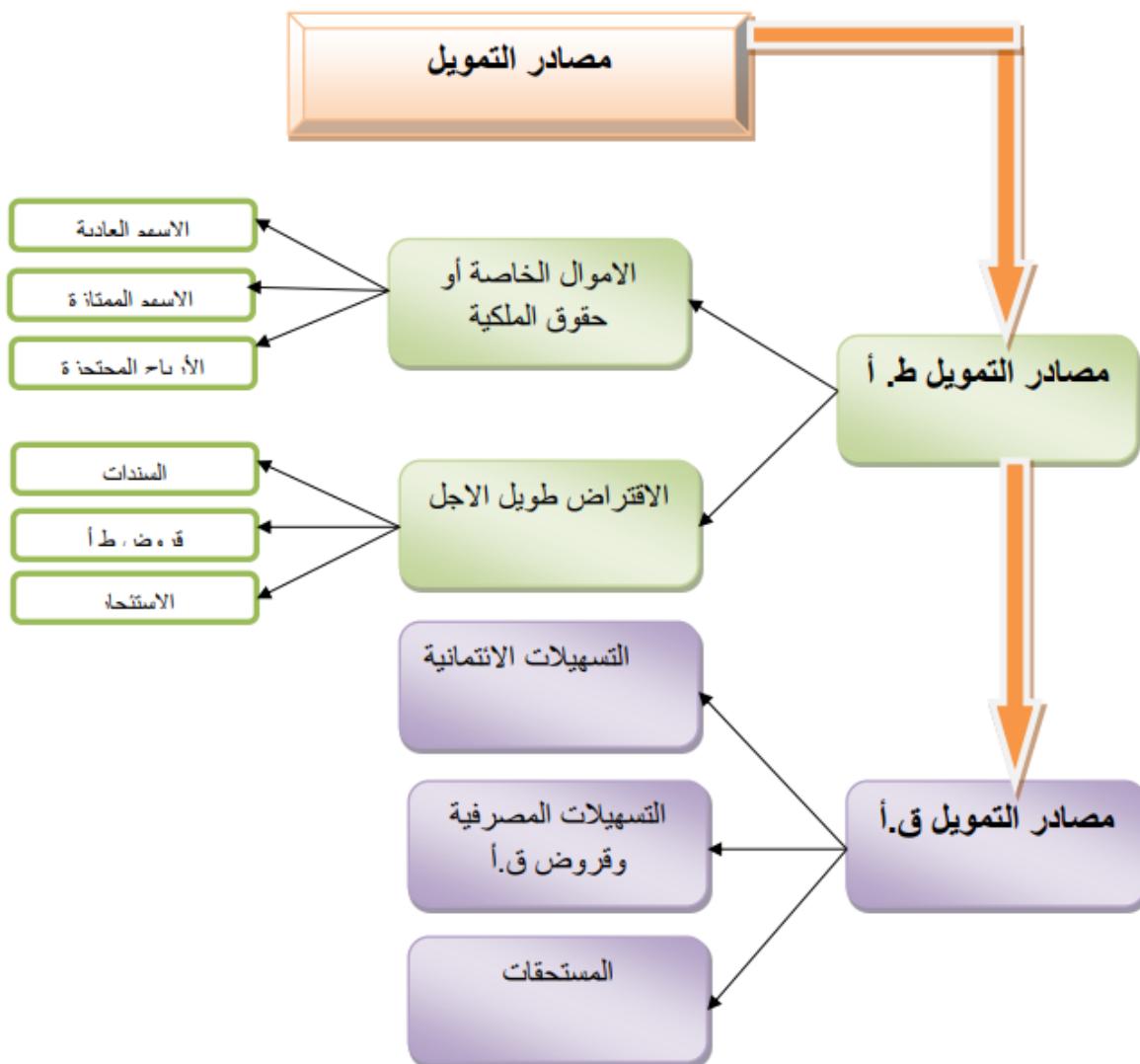


المصدر: موعي بحري، تمويل المؤسسة، مطبوعة بيداغوجية، جامعة مستغانم، 2023/2022، ص 20.

4. أهم مصادر التمويل للمؤسسة الاقتصادية

المؤسسة مجبرة على اختيار أحسن المصادر التمويلية للحصول على الهيكل المالي الذي يخدم سياستها المالية بما يحقق الموازنة بين العائد والمخاطر. في هذا الصدد هناك طرق عديدة للتمويل بإمكان المؤسسة المفاضلة بينها كبدائل، من بينها التمويل المصرفي، التمويل عن طريق الشراكة، التمويل عن طريق السوق المالي، الإعانات الحكومية، بالإضافة إلى الطرق الحديثة والتي ساهمت بشكل كبير في ترشيد السياسة المالية للمؤسسة. كما يمكن تقسيمها حسب معيار المدة الزمنية إلى مصادر تمويل طويلة الأجل ومصادر تمويل قصيرة الأجل. وفيما يلي سيتم شرح مصادر التمويل مقسمة حسب معيار المدة الزمنية من خلال الشكل المولى:

شكل رقم(05): مصادر التمويل حسب معيار المدة الزمنية



المصدر: موعي بحري، تمويل المؤسسة، مطبوعة بيداغوجية، جامعة مستغانم، 2022/2023، ص53.

1.4. مصادر التمويل طويلة الأجل

1.1.4. التمويل عن طريق حقوق الملكية (الأموال الخاصة)

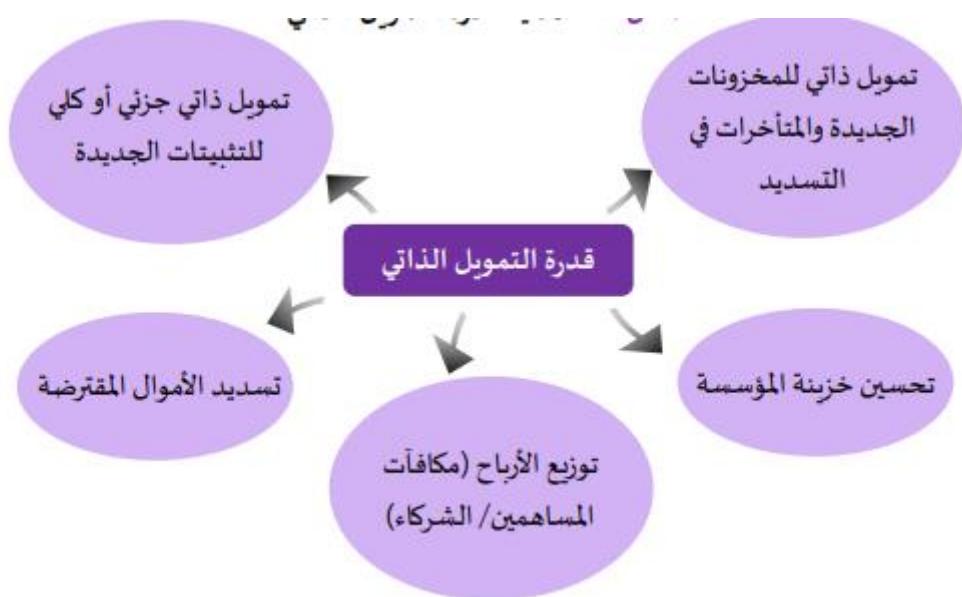
يكون التمويل عن طريق الأموال الخاصة إما داخلياً أو خارجياً، فالأول يتمثل في التمويل الذاتي، والثاني يتمثل في الرفع في رأس المال نقداً.

أولاً: التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي أحد المصادر الخاصة التي تستعين بها المؤسسة في تمويل نشاطها، كما يدل على قدرتها على إيجاد مصادر ذاتية لتمويل نشاطها واحتياجاتها دون اللجوء إلى الغير وهذه العملية تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة هذه النتيجة يضاف إليها عنصرين يعتبران مورداً داخلياً للمؤسسة وهما الاهتلاكات والمؤونات، غير أن مبلغ النتيجة الصافية

المحصل عليها في نهاية الدورة المالية والتي تكون احد عناصر التدفق النقدي الصافي ليست نهائية أو تحت تصرف المؤسسة بشكل نهائي لأنها سوف توزع على الشركاء.

شكل رقم (06): أهمية قدرة التمويل الذاتي



المصدر: من إعداد الباحثة

ثانياً. التمويل عن طريق رفع رأس المال نقداً

عن طريق طرح أسهم للاكتتاب العام: IPO يتم الرفع في رأس مال الشركة بغرض تمويل احتياجاتها المالية من خلال بيع المؤسسة للأسهم للحصول على مبلغ نقدي من طرف الشركاء أو العمال أو مساهمين جدد في شكل أسهم عاديّة ، أسهم ممتازة...الخ

2.1.4. التمويل عن طريق الاقتراض

وتمثل القروض طويلة الأجل في:

يترب على الاقتراض طويلاً الأجل عبئ الديون التي على المؤسسة الوفاء بها في تاريخ الاستحقاق، ويأخذ الاقتراض طويلاً الأجل شكلين هما السندات والقروض طويلة الأجل:

أولاً. السندات

إن السندات التي تمثل أداة للتمويل الخارجي عبارة عن شكل من أشكال الأوراق المالية وهي تمثل وثيقة أو مستند مديونية بين أن أحد الأطراف مدين لطرف آخر. حيث تقوم الجهة المصدرة للسندات بطرح سنداتها في الأسواق المالية بسعر معين يدعى القيمة الاسمية للسند ويحصل حامل السندات على فائدة معينة ، وعندما تحين مدة استحقاق السند يتم إرجاع السند إلى الجهة المصدرة التي تقوم بدورها بإرجاع القيمة الاسمية للسند لحامل السند.

من خصائص السند:

✓ السند قرض طويل الأجل

✓ يستحق الدفع في أوقات محددة

✓ يحمل سعر فائدة ثابت

وتلتزم المؤسسة المصدرة للسندات بما يلي :

✓ دفع قيمة السند عند الاستحقاق

✓ دفع فوائد السند بشكل دوري و منتظم

ومن الناحية القانونية

✓ يعتبر حامل السند دائن للمؤسسة

✓ يحق لحامل السند التدخل في شؤون المؤسسة لضمان حقوقهم في حالة افلاس الشركة.

وتتمثل أنواع السندات في:

✓ السندات المضمونة

✓ السندات الغير مضمونة

✓ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية

✓ السندات القابلة للاستدعاء

من أهم عيوب السندات بالنسبة للمؤسسة هي :

✓ تمثل عبئاً يرهق المنشأة خاصة إذا لم تتحقق المنشأة أرباحاً كبيرة تغطي فوائد السندات
✓ في كثير من البلدان تنص التشريعات القانونية على تحديد كمية المبالغ التي تستطيع

المؤسسة اقتراضها عن طريق السندات

✓ يعتبر إصدار السندات تقييد لحرية المنشأة في التصرف بالموجودات المرهونة لهذه السندات.

ثانياً. القروض طويلة الأجل: تحصل المؤسسة على قروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية كالبنوك ومؤسسات التأمين أو من مؤسسات خارجية، وبعكس السندات تمثل القروض وسيلة عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلالها انتقال الأموال من المقرض إلى المقرض وفقاً لشروط محددة في العقد المبرم بينهما، ويتضمن عقد القرض شروطًا تتعلق بالجوانب التالية :

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ الاستحقاق؛

- الرهونات المرتبطة بالقرض؛
- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض (الفوائد)؛
- أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

ثالثا. القرض الإيجاري **crédit bail ou leasing**

تشير أن هناك اختلاف وتعدد للمصطلحات المترجمة للكلمة الأصلية "Leasing" باللغة الإنجليزية "Crédit bail" باللغة الفرنسية ولكن مجمل هذه المصطلحات تشير إلى نفس الشيء أي إلى الائتمان الإيجاري واهم هذه المصطلحات "الاعتماد الإيجاري، القرض الإيجاري، تمويل الأصول الثابتة...الخ.

الائتمان الإيجاري هو عقد يبرم بين طرفين يسمى الأول بالمؤجر (مالك الأصل) والثاني المستأجر (مستخدم الأصل)، حيث يقوم الأول بمنح الثاني حق استخدام الأصل خلال فترة زمنية معينة، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنهما وذلك مقابل قيمة إيجارية محددة يتم تسديدها في شكل أقساط لنفس الفترة المتفق عليها في العقد المبرم، ولعل من ابرز مزايا الاستئجار أن المستأجر يقوم باستخدام الأصل دون الالتزام بشرائه، وهنا يبرز الوجه التمويلي من عملية الإيجار من انه بدلا من استخدام رأس المال المملوک أو رأس المال المفترض كأساس لتمويل عمليات شراء الأصول، فإنه بالإمكان استخدام الاستئجار مباشرة كديل تمويلي معوض لعملية تحصيل الأموال المرغوبة للاستفادة من خدماتها الاقتصادية دون الالتزام بشرائها".²

2.4. مصادر التمويل قصير الأجل

▪ الائتمان المصرفي

يقوم البنك بتقديم خدماته للقطاع الخاص ضمن باقة من الخدمات المالية. عادة ما يكون لها سعر فائدة يتقاضاه البنك من العميل ويتم الاتفاق على ذلك بين الطرفين عند توقيع عقد التسهيلات المالية. ومن بين أشكال الائتمان المصرفي نجد:¹¹

✓ **تسهيلات الصندوق:** يعتبر هذا النوع من القروض المصرفية بمثابة تسهيلات لخزينة المؤسسة أين تتحصل عليه من البنوك التجارية والمؤسسات المالية المتخصصة الأخرى بهدف تغطية مختلف الفوارق التي يمكن أن تقع بين المدخلات والمخرجات خلال مدة قصيرة من فترات النشاط وبالتالي فإن هذه الطريقة تعطي الحق للمؤسسة في أن يكون رصيد حسابها الجاري لدى البنك مدينا لعدد معين من الأشهر حيث يتم استعمال هذا الحساب

¹¹ بلقاة ابراهيم، محاضرات في مقياس تمويل المؤسسة، مطبوعة بيداغوجية، جامعة الشلف، 2021/2022، ص.36.

لتغطية العجز الآني لخزينة المؤسسة خاصة في العمليات التي تستوجب التأخير كسداد أجور المستخدمين أو شراء مواد أولية لتغطية الطلبيات الكبيرة للإنتاج.

✓ **السحب على المكشوف:** يعد السحب على المكشوف قرضاً قصيراً الأجل موضوعاً تحت تصرف المؤسسة من قبل البنك وهو لا يختلف كثيراً عن قروض تسهيلات الصندوق يسمح هذا النوع من القروض المصرفية للمؤسسة بالمواجهة المؤقتة لاحتياجاتها المالية لعمليات معينة، أي تغطية احتياجات رأس المال العامل التي تتجاوز قدرتها على التمويل الذاتي، وما يميز هذا القرض هو أن مدة تتعذر الشهرين أحياناً، أين يوجه بصفة أساسية لتغطية الاحتياجات الآنية للمؤسسة.

✓ **القرض الموسمي:** هو عبارة عن قرض قصيراً المدى تحتاجه المؤسسة بغرض تغطية نشاطاتها عندما تكون لديها فوارق بين الإنتاج والاستهلاك، أي عند حدوث اختلال بين المدخلات والمخرجات، ومدة القرض الموسمي لا تتجاوز السنة وهو يستخدم في سبيل تلك الاختلالات والفوارق وبخاصة الفئات التي تتطلب توفير أكبر قدر ممكن من الموارد المالية لتمويل مواسم الحصاد بالنسبة للعمليات الفلاحية.

▪ الائتمان التجاري

وهو عبارة عن تمويل البضاعة الذي يقدمه التاجر أو المورد للمنشآت التي تشتري البضاعة بغية بيعها على المستهلك النهائي، وعادة ما يسمى بفترة السماح للتسديد والتي قد تترواح بين 30 يوماً وقد تمتد لتصل إلى سنة وبالتالي هي تعتبر من أنواع التمويل قصيراً الأجل.

يعد هذا النوع من الائتمان أمراً بالغ الأهمية للحفاظ على السيولة، لأنه يمكن الشركات من إدارة تدفقاتها النقدية بشكل أكثر كفاءة. ومن خلال تأجيل الدفع، يمكن للشركات استخدام أموالها المتاحة لتلبية الاحتياجات المالية الأخرى، مثل الاستثمار في المخزون أو المعدات أو مبادرات النمو.

علاوة على ذلك، يعد الائتمان التجاري بمثابة شهادة على الثقة بين المورد والمشتري. غالباً ما يتم تمهيده بناءً على الجدارة الائتمانية للمشتري وتاريخ الدفع السابق والعلاقة المستمرة بين الطرفين. ولا تعمل هذه الثقة المتبادلة على تقوية العلاقات التجارية فحسب، بل تشجع أيضاً على تكرار المعاملات، مما يساهم في نجاح الأعمال على المدى الطويل.

▪ المستحقات

يقصد بالمستحقات الأجر المستحقة، الضرائب المستحقة ومصروفات أخرى كالتأمينات المستحقة والتي قد تظهر في ميزانية المؤسسة في نهاية السنة وهي مصروفات مستحقة عليها لم تقم بسدادها بحيث تسجل في بند المصروفات المستحقة ضمن الخصوم المتداءلة بالميزانية؛ ويتميز هذا المصدر التمويلي بأنه مجاني أي لا يترتب عليه أي تكلفة ظاهرة لكن بالرغم من ذلك لا يعتبر هذا المصدر مصدراً تمويلياً يمكن الاعتماد عليه بشكل رئيسي.

5. اختيار مصادر التمويل

يتم اختيار مصادر التمويل حسب عدة معايير ذكر منها:

✓ **الملائمة بين نوع التمويل والهدف منه**: فعلى سبيل المثال إذا كان هدفك هو تمويل رأس المال العامل (والذي يستخدم في الوفاء بالالتزامات المالية قصيرة الأجل)، فعليك تمويله بقرض قصير الأجل لأن القرض طويل الأجل ستكون تكلفته مرتفعة بالنسبة للهدف المرجو منه. أما إذا كان الهدف من قرار التمويل هو التوسيع أو شراء أصل رأسمالي، فيكون في هذه الحالة تمويله إما عن طريق إدخال شريك في أسهم الشركة أو بقرض طويل الأجل، لأن المنفعة من هذا التمويل كبيرة وتستحق تكلفة الحصول عليه.

✓ **خطر التمويلي/ المخاطر المتوقعة من القرض**: يجب عليك أن تدرس جيداً المخاطر التي يمكن أن تحدث نتيجة لاتجاهك للقرض. والمقصود بالخطر التمويلي هو مدى تعرضك للمخاطر الناتجة عن عدم قدرة شركتك على السداد، وينعكس ذلك بالطبع عند توزيع الأرباح، حيث أن سداد المديونية لجهة التمويل له الأولوية، وبعد سداد القرض يكون توزيع ما تبقى على الشركاء، وبالتالي يزداد الخطر على أموال الشركاء كلما زادت ديون الشركة وكلما اعتمدت على القروض، فالشركة تسدد هذه الديون من أصولها وكلما زادت هذه الديون كلما هددت بالقضاء على كل الأصول.

✓ **التكلفة المتوقعة من التمويل**: وهذا يعني أن تحسب التكلفة المتوقعة نتيجة استخدام التمويل، وقارن بينها وبين الربح المتوقع من التمويل، فإذا كان معدل الربح أكبر من معدل الفائدة، فهذا يعني إمكانية أن تعتمد على هذا القرض في تمويل مشروعك.

✓ **قرارات المؤسسة بشأن الهيكل المالي**: عادة ما تضع المؤسسات سياسة محددة بشأن المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه فقد تقرر المؤسسة مثلاً الاعتماد على القروض والأسهم العادية في تمويل استثماراتها ومن هنا نستبعد الأسهم الممتازة، كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل المزيج الذي قررت الاعتماد عليه في سبيل استثماراتها وطالما أن تكفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد كل عنصر، لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقاً لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه.

6. تقييم تكلفة مصادر التمويل

1.6. **تكلفة التمويل بالأسهم العادية**: وهي عبارة عن الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمارات الجديدة والممولة بإصدار أسهم عادية جديدة، بحيث يحافظ هذا الحد الأدنى للعائد على القيمة السوقية للسهم بدون تغير. وعليه يمكن قياس تكلفة التمويل بالأسهم العادية وفقاً للعلاقة:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Ke: تكلفة التمويل بالسهم العادي

P0: السعر السوقي للسهم العادي

D1: التوزيعات المتوقعة للسهم:

g : معدل النمو السنوي للأرباح الموزعة.

حيث أن التكلفة الحدية لمصدر التمويل تمثل المقدار الذي يكتسبه المشروع من إصدار الأسهم العادي الجديدة.

وعليه من الضروري حساب تكلفة الإصدار من خلال العلاقة الآتية حسب نموذج غوردن شابيرو:

$$NK_e = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g \quad (\text{نموذج قوردن})$$

NK: تكاليف الإصدار لسهم عادي جديد.

F: تكاليف الإصدار عبر عنها في صورة لنسبة مؤوية من السعر السوقي للسهم.

2.6. تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة حق من حقوق عملية الأسهم العادية، ولا يتم احتجازها إلا بعد موافقتهم، كما أن موافقتهم هذه لا تتم إلا بعد توقعهم الحصول على عائد في السنوات القادمة لا يقل عما يحصلون عليه حالياً. و بالتالي يمثل ذلك التزاماً بالنسبة للمؤسسة بتحقيق هذا العائد ولما كانت الأرباح المحتجزة تخضع للضريبة فيجب تخفيض مبالغ هذه الأرباح بمقدار الضريبة. ولقياس تكلفة الأرباح المحتجزة نستخدم العلاقة:

$$K_r = \frac{D_1(1-T)}{P_0}$$

T: معدل الضريبة على الأرباح.

P0: سعر السهم العادي السوقي .

D1: التوزيعات المتوقعة للسهم.

3.6. تكلفة التمويل باستخدام الأسهم الممتازة

العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات المملوكة عن طريق الأسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ وهي معد بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير ولقياس تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تستخدم العلاقة:

$$K_p = \frac{D_p}{P_p}$$

K_p : كلفة السهم الممتاز.

D_p : قيمة العائد الثابت للسهم

P_p : السعر السوقي للسهم الممتاز.

4.6. تكلفة التمويل باستخدام القروض المصرفية

تتمثل تكلفة التمويل بالقروض المصرفية في سعر الفائدة على القروض التي تم الحصول عليها من البنك والذي يجب تحقيقه على الاستثمارات المملوكة بواسطة الاقتراض، حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم بدون تغيير. وتحسب تكلفة التمويل بالاقتراض بطرح قيمة الخصم في الضريبة نتيجة لخصم مدفوعات الفائدة من الوعاء الضريبي (الوفر الضريبي) وتحسب بالعلاقة :

تكلفة الاقتراض = سعر الفائدة – الوفر الضريبي

$$K_d = i(1 - T)$$

K_d : تكلفة الاقتراض بعد الضريبة.

i : معدل الفائدة السنوية.

T : الضريبة على أرباح الشركات.

5.6. تكلفة التمويل باستخدام السندات

باعتبار السندات كديون، فإن أساس حساب تكلفة التمويل بإصدار سندات لا يختلف عن أساس حساب تكلفة التمويل بالقروض إلا في حالة وجود أو إصدار السندات بعلاوة أو بخصم أو وجود مصاريف لإصدار السندات

أ. في حالة وجود خصم إصدار: في بعض الأحيان يقوم المشروع بإصدار سندات بقيمة اسمية محددة وبسعر فائدة محددة، غير أنه عندما يقوم بطرح هذه السندات للبيع يتضاعف قيمة إصدار أقل كوسيلة لتشجيع الجمهور على الشراء على أن يسدد المشروع القيمة الإسمية للسندات عند تاريخ الاستحقاق ويطلق على الفرق بين القيمة الاسمية للسند وقيمة الإصدار "خصم الإصدار".

وتحسب تكلفة التمويل بالسندات وفقاً للمعادلة الآتية:

$$\text{تكلفة التمويل بالسندات} = \left[\frac{\text{قيمة الفائدة} + (\text{خصم إصدار} \div \text{الاستحقاق})}{(\text{القيمة الإسمية للسند} + \text{قيمة الإصدار}) \div 2} \right] \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

ب. في حالة وجود علاوة إصدار: في هذه الحالة يقوم المشروع ببيع السند بقيمة أعلى من قيمته الإسمية على أن يسترد القيمة الإسمية للسند فقط عند تاريخ الاستحقاق، وفي هذه الحالة يحسب معدل تكلفة التمويل كالتالي:

$$\text{تكلفة التمويل} = \left[\frac{\text{قيمة الفائدة} + (\text{علاوة الإصدار} \div \text{سنوات الاستحقاق})}{(\text{القيمة الإسمية للسند} + \text{قيمة الإصدار}) \div 2} \right] \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

ت. في حالة وجود مصاريف إصدار: عندما يصدر المشروع سندات فإنه يتحمل أعباء قانونية وإدارية وتمثل هذه الأعباء تكلفة تجعل تكلفة الاقتراض باستخدام السندات أعلى من سعر الفائدة، وفي هذه الحالة تحسب تكلفة التمويل بالسندات كالتالي:

$$\text{تكلفة التمويل} = \left[\frac{\text{قيمة الفائدة} + (\text{تكلف الإصدار} \div \text{سنوات الاستحقاق})}{(\text{القيمة الإسمية للسند} + \text{قيمة الإصدار}) \div 2} \right] \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

6.6. تكلفة التمويل بالاعتماد الإيجاري

تتمثل تكلفة التمويل عن طريق الاعتماد الإيجاري في الفرق بين المبلغ الذي يجب دفعه في حالة شراء الأصل وقيمةه عند انتهاء فترة الإيجار مطروحاً منها القيمة الإيجارية للأصل خلال فترة عقد الاستئجار. وعليه يمكن حساب تكلفة التمويل بالاعتماد على الاعتماد الإيجاري كالتالي:

$$I_0 = \sum_{i=1}^n \frac{l_i(1-T) + TA_i}{(1+Kcd)^t} + \frac{VR}{(1+Kcd)^n}$$

I_0 : قيمة الأصل

L_i : القيمة الإيجارية

T : معدل الضريبة

TA_i : مقدار التخفيض من الضرائب للاهلاكات

Kcd: تكلفة القرض الایجاری.

VR : القيمة المتبقية للأصل في نهاية المدة في حالة شرائه .

Ai : مخصصات الاهلاكات الذي يمكن أن يكسب عن الدورة 1

7. التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (WACC) (Capital)

إذا كانت مصادر الأموال التي يحصل عليها المستثمر من عدة مصادر مختلفة ، فإن تكلفة الأموال يتم حسابها عن طريق متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال WACC من خلال تحديد مصادر التمويل التي يحتوي الهيكل التمويلي وتحديد التكلفة والوزن النسبي (wi) لكل مصدر من مصادر التمويل وهذا كما يلي:

$$\text{الوزن النسبي (} w_i \text{)} = \frac{\text{قيمة التمويل للمصدر}}{\text{إجمالي قيمة التمويل}}$$

وتقاس متوسط التكلفة المرجحة للتمويل كما يلي:

$$CMPC = \sum_{i=1}^n (K_i \times W_i)$$

حيث :

Ki : تكلفة تمويل المصدر i

n : عدد مصادر التمويل .

Wi : الوزن النسبي لكل مصدر .

فمثلاً إذا كان هيكل تمويل المشروع تتكون من ثالث عناصر أو مصادر التمويل فتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل كما يلي:

$$CMPC = (K_p \times W_p) + (K_d \times W_d) + (K_e \times W_e)$$

وتجدر الإشارة إلى أن CMPC : Cout Moyenne Pondéré du Capital

أن مجموع الأوزان النسبية لمصادر التمويل تساوي 1 أي:

$$(W_p + W_d + W_e) = 1$$

8. القواعد المتحكمه في قرار التمويل

هناك بعض القيود التي تقف حائلا أمام القرار التمويلي وذلك بما يضمن الموازنة بين العائد والمخاطر عند بناء الهيكل المالي للمؤسسة، ومن بين أهم هذه القيود:

✓ قاعدة التوازن المالي

وتعني تمويل الأصول الثابتة باستخدام الأموال الدائمة فقط والإخلال بهذه القاعدة يؤدي إلى عجز مفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال.

✓ قاعدة الاستدانة العظمى أو الاستقلالية المالية

وتعني أن مجموع الديون لا يجب أن يفوق مجموع الأموال الخاصة

✓ قاعدة القدرة على السداد

الديون المالية يجب أن لا تفوق ثلاثة أضعاف القدرة على التمويل الذاتي

أي أن القدرة على التمويل الذاتي لثلاث سنوات قادمة تغطي إجمالي الديون؛ الإخلال بهذه القاعدة يعني الاستمرار في الاستدانة وبالتالي ارتفاع احتمالات الإفلاس، وتمثل هذه القاعدة أساسا للرقابة الداخلية بالنسبة لمتخذ القرار وأساسا كذلك للرقابة الخارجية بالنسبة للبنك.

✓ قاعدة الحد الأدنى للتمويل

يجب أن تمول جزء من الاستثمارات ذاتيا (في حدود الثلث) وأن يغطي الباقي عن طريق الاستدانة.

كما أن هناك قيود أخرى لاتخاذ القرار التمويلي تتمثل في:

- الطبيعة القانونية للمؤسسة(شركة عمومية، شركة مساهمة.....)

- حجم المؤسسة

- حالة السوق المالي

9. أثر الرفع المالي والمردودية المالية

1.9. **تعريف المردودية:** تعرف المردودية بصفة عامة على أنها: "المفهوم الذي يطبق على جميع الاتجاهات الاقتصادية في حالة استخدام الامكانيات المادية والمالية المتاحة، فهي تعبر عن ذلك التفاعل الحاصل بين المتغيرات الاقتصادية والمالية على شكل نسب مالية، أي

بمثابة مركبات مفسرة ومحددة بمعدل المردودية المحقق، وسمى ذلك بالمتغير الرياضي لها".¹²

و نستنتج أن المردودية ليست بالضرورة مرتبط بالربح، فيمكن لنشاط ما أن يخلق عائداً أو نتائج إيجابية دون أن يحصل على ربح مباشر فهي العلاقة الموجدة بين النتائج المحصل عليها و الوسائل التي استخدمت للحصول على هذه النتائج.

2.9. **أنواع المردودية** : يتم تقسيم المردودية إلى عدة أنواع وذلك حسب حاجة المؤسسة منها: المردودية المالية، المردودية الاقتصادية والمردودية التجارية.

A. المردودية المالية: « Rf »

تعرف على أنها" مقياس يفسر قدرة المؤسسة على الحصول على الأموال لتجديد جهازها الإنتاجي وكذلك إعادة تطويره على قاعدة أكثر اتساعا ".¹³

و تعرف أيضاً أنها أهم المؤشرات التي يمكن للمؤسسة من خلالها معرفة مدى قدرتها على توفير السيولة، بغضون توفير وسائل الإنتاج الازمة من جهة وخلق تنمية ذات قاعدة متينة من جهة أخرى ".¹⁴

مما سبق نستنتج أن المردودية المالية هي مقياس لقدر المؤسسة على تحقيق أرباح صافية كافية لضمان استمرار نشاطها. تهتم بإجمالي نشاط المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية.

و تتمثل صيغتها الرياضية في :¹⁵

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} \times 100$$

B. المردودية الاقتصادية: « Re »

تعرف على أنها " مردودية الاستثمار التي يشار إليها من خلال الخصوم، فهي المورد التي حق للمؤسسة تعبتها، والتي نطلق عليها رأس المال، أو موازنة الاستعمالات المحققة انطلاقاً من مواردها (النشاط الاقتصادي)".¹⁶

¹² دادن عبد الوهاب، نحو مقاربة لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، غ، جامعة الجزائر، 2004، ص93.

¹³ ناصر دادي عدون، تقييمات مراقبة التسيير: تحليل مالي، الدار المحمدية، الجزء الأول، 1990، ص56.

C.Recochon, J.Leiron, **Analyse Comptable, Gestion Prévisionnelle** , Edition ¹⁴ Chihab, Paris,P 81.

¹⁵ د. حياة نجار، محاضرات في التحليل المالي للمؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، الجزائر، 2015-2016، ص 41.

Renard conosse, **la rentabilité de l'entreprise**OPU, Alger, 1990 ,p 121.¹⁶

وتعرف أيضاً "أنها قدرة المؤسسة على الحصول بصرف النظر على قراراتها المالية، فهي تعرف استثمارات المؤسسة والنتيجة الاقتصادية المحصل عليها".¹⁷

وتعرف كذلك " على أنها تقيس الفعالية الاقتصادية في استخدام الأصول المتاحة للمؤسسة. أي تقيس قدرة الأصول الاقتصادية على تحقيق فوائض في إطار النشاط الاستغلالي (الرئيسي) دون اعتبار لشروط التمويل، سياسات الاستثمار والتوزيع ".¹⁸

وتمثل صيغتها الرياضية فيما يلي:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{الفائض الاجمالي للإستغلال}}{\text{الأصول الاقتصادية}} \times 100$$

$$= \frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{الأصول}} \times 100$$

ت. المردودية التجارية: « *Rc* »

وهي كذلك مردودية النشاط بحيث تعرف بأنها " تقوم بتقديم نشاط المؤسسة، وتعتمد على مقارنة النتيجة الصافية برفع الأعمال خارج الرسم الممثل للنشاط حيث يفترض على المؤسسة أن تحصل على نتيجة كافية لكل منتوج مباح يسمح لها بتغطية التكاليف الثابتة والمتحركة للوصول إلى الربح ".¹⁹

وتعرف أيضاً على أنها " هي المردودية التي تتحققها المؤسسة من خلال مجموع مبيعاتها، حيث تعكس الربح المحقق من المبيعات الصافية ".²⁰

وتمثل صيغتها الرياضية في :

$$\text{المردودية التجارية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الأعمال السنوي الصافي}} \times 100.$$

3. الرافعة المالية

من خلال الدراسة السابقة للمردودية المالية ومعرفة المكونان الرئيسيان لهما وهما المردودية الاقتصادية والاستدانة وذلك حسب العلاقة التالية:

$$\text{المردودية المالية} = \text{المردودية الاقتصادية} \times \text{درجة الاستدانة}$$

ومنه نجد: أن تأثير المردودية الاقتصادية ودرجة الاستدانة على المردودية المالية بما يسمى بالرفع المالي.

Charle Henri , darcinole et j-Soulquin, **Finance appliquée, Analyse financière**,¹⁷
Edition vuibert, Paris, 1995, p162.

د. حياة نجار، مرجع سابق، ص 41.¹⁸

J-P lovzionc , **Economie de l'entreprise fonction**, structure environnement,¹⁹
Paris, 1991,p178.

حيث يعرف الرفع المالي على أنه استخدام أموال الغير عن طريق الاقتراض وذلك من خلال فوائد على القروض ويكون استخدام الرافعة المالية مرغوب فيه في حالة ازدهار السوق لتحقيق فوائد كبيرة فهو وبالتالي يؤثر على المردودية المالية وذلك من خلال اجراء مقارنة بنسبية المردودية الاقتصادية و درجة الاستحداثات.²⁰

وتعرف الرافعة المالية بأنها مدى أو نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير (الاقتراض) في عمليات المؤسسة من أجل تمويل احتياجاتها المالية، وتزداد كلما ازداد اعتماد المؤسسة على استخدام أموال الغير لتمويل رأس المال المستثمر من أجل تحقيق دخل من تفع لأصحاب المؤسسة أو مساهميها.²¹

كما تعرف على أنها: "نسبة التغير التي تحدث في عائد السهم العادي بسبب تغير بنسبة معينة تحدث في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب".²²

ويتمكن توضيح العلاقة بين الديون والمردودية المالية باستخراج أثر الرافعة المالية بالبرهان الآتي:

- الأموال الخاصة: CP

الديون: - D

- معدل الفائدة المتوسط على الديون: i

الفائدة المدفوعة - $In = D \times i$

الأصول: A -

- الخصوم: P

المرودية الاقتصادية: RE -

المردودية المالية: RF

- معدل الضريبة على الأرباح:

- النتيجة الصافية : RN

نتيجة الاستغلال: - Rex

لدينا:

$$\text{RF} = \text{RN} \div \text{CP}$$

$$RF = Rex \div A$$

$$\text{النتجة الصافية} = (\text{نتجة الاستغلال} - \text{الفائدة المدفوعة}) \times (1 - \text{معدل الضريبة على النتجة})$$

²⁰ على، عباس، *الادارة المالية، اثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص 229.*

²¹ هيثم محمد الزعبي، **الادارة والتحليل المالي**، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان،الأردن، 2000، ص 282.

22 محمد مطر، مرجع ساله، ص 230

بتعويض 02 و 03 في 01 نحصل على :

ولدينا:

RF = RN ÷ CP 05

بتعويض 04 في 05 نحصل على:

ولدنا:

بتعويض 06 في 07 نجد:

$$RF = \frac{[(RE \times (CP + D)) - (D \times i)]}{CP} \times (1 - T)$$

$$RF = \frac{[(RE \times CP) + (RE \times D)] - (D \times i)}{CP} \times (1 - T)$$

$$RF = [RE + \frac{D \times (RE - i)}{CP}] \times (1 - T)$$

ومنه يتضح لنا أن المرونة المالية هي عبارة عن المرونة الاقتصادية زائد أثر الرافة المالية.

RF = RF + Effet de levier financier

$$\text{Effet de levier financier} = \frac{D \times (RE - i)}{CP}$$

ويمكن أن يكون أثر الرافعة المالية موجب ، سالب، أو حيادي وللوضيغ ذلك نقترح المثال الآتي لمؤسساتيin : المؤسسة " α " تعتمد على التمويل الذاتي فقط والمؤسسة " β " تعتمد على التمويل المزدوج بين تمويلها الخاص والتمويل عن طريق الاستدانة وسنوضح انعكاس التمويل بالديون على المردودية المالية للمؤسسة

الحالة الأولى: الأثر الإيجابي للرافعة المالية

البيان	الرموز والعلاقة	المؤسسة "α"	المؤسسة "β"
الأموال الخاصة	CP	200 000	50 000

150 000	-	D	الديون	
200 000	200 000	A=CP+D	مجموع الأصول	
40 000	40 000	Rex	نتيجة الاستغلال	
20%	20%	RE=Rex/A	المردودية الاقتصادية	قبل الضريبة
40%	40%	T	معدل الضريبة	
12%	12%	RE=Rex(1-T)/A	المردودية الاقتصادية	بعد الضريبة
10%	-	i	تكلفة الديون	
15 000	-	In=D×i	مصاريف مالية	
25 000	40 000	RB=Rex-In	نتيجة اجمالية	
15 000	24 000	RN=RB(1-T)	نتيجة صافية	
30%	12%	RF=RN/CP	المردودية المالية	

من خلال المثال التطبيقي نلاحظ أن المردودية المالية ترتبط بالمردودية الاقتصادية وتكلفة الديون حيث إذا كان:

- المقدار $(RE-i) > 0$ (RE-i) بمعنى أن تكلفة الديون أقل من معدل المردودية الاقتصادية بعد الضريبة.
- ذراع الرفع المالي أو مستوى الاستدانة كبير أي $\frac{D}{CP} > 1$
- الأموال الخاصة تختلف عن الصفر $CP > 0$

فإن معدل المردودية المالية يكون أكبر من معدل المردودية الاقتصادية، وهذا يعني أن المؤسسة استفادت من الأثر الإيجابي للرفع المالي.

الحالة الثانية: الخطر المالي يزداد بزيادة الاستدانة

مثال تطبيقي: نعتمد على المثال السابق مع تغيير بعض المعطيات حيث أن نتيجة الاستغلال انخفضت إلى 5000 وبن ، فما هي الآثار المترتبة عن هذا الانخفاض.

البيان	الرموز والعلاقة	المؤسسة "α"	المؤسسة "β"
الأموال الخاصة	CP	200 000	50 000
الديون	D	-	150 000
مجموع الأصول	A=CP+D	200 000	200 000
نتيجة الاستغلال	Rex	5000	5000
المردودية الضريبية	RE=Rex/A	20%	20%
معدل الضريبة	T	40%	40%
المردودية الضريبية	RE=Rex(1-T)/A	12%	12%
تكلفة الديون	i	-	10%
مصاريف مالية	In=Dxi	-	15 000
نتيجة اجمالية	RB=Rex-In	5000	(10000)
نتيجة صافية	RN=RB(1-T)	3000	6000
المردودية المالية	RF=RN/CP	% 1,5	%12-

من النتائج يتبيّن لنا أنّ أثر الرفع المالي سلبي وذلك لأن الاستدانة في ظل الظروف الجديدة خفضت من المردودية المالية للمؤسسة.

الحالة الثالثة: في حالة أثر حيادي للرافعة المالية

ففي هذه الحالة، لا يوجد أثر الرفع المالي، وبالتالي المردودية المالية تتساوى مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح

$$RF=RE(1-T)$$

المحور السادس: الهيكل المالي والنظريات المفسرة له

1. تعريف الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي (Financial Structure) بأنه : "مجموع الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المنشأة ، وهو يتضمن التمويل المقترض (DebtFinancing,D) ، والتمويل الممتنع (EquityFinancing,E) ، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية . أي أن الهيكل المالي يتكون من نوعين من التمويل هما: التمويل المقترض (D) الذي يتضمن التمويل المقترض قصير الأجل (Short-TermDebtFinancing) والتمويل المقترض طويل الأجل (Long-TermDebtFinancing) . والتمويل الممتنع (E) الذي يتضمن رأس المال المدفوع + الأرباح المحتجزة²³ .

و يعرف أيضا: "انه توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لغطية استثماراتها ويكون من مجموعة من العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العامة سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل، و سواء كانت أموال دين أو أموال خاصة²⁴ .

²³ محمد علي إبراهيم العامری،الادارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، ط1، عمان ،الأردن ،2013، ص 307

²⁴ غراب زينب،الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة المنسنة، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير،جامعة ورقلة،الجزائر، 2011/2010 ص 51

كما يعرف أيضاً "أنه تشكيلة المصادر التي تحصلت منها المؤسسة على الأموال المطلوبة لفرض تمويل استثماراتها ، فهو يتكون من جميع أشكال و أنواع مصادر التمويل من حقوق الملكية و قروض قصيرة و طويلة الأجل²⁵ .

2. خصائص الهيكل المالي

لتحقيق التوازن المناسب بين العائد والمخاطر ، يجب تحديد الهيكل التمويلي المناسب لكل مؤسسة ، والذي من شأنه أن يؤدي الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بما يؤدي إلى تحقيق النمو والتوسيع المستمر من خلال²⁶: (تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف ، تخفيض المخاطر المالية ، تحقيق معدلات عائد متزايدة على الأموال المستثمرة) ، ومما سبق يمكننا تحديد أهم الخصائص و السمات التي يتسم بها الهيكل المالي فيما يلي²⁷ :

- ✓ **الربحية:** يجب أن يعود الهيكل المالي بالنفع على المؤسسة من خلال الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة .
- ✓ **القدرة على الوفاء بالدين:** حيث يجب أن لا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالالتزامات ، وفي نفس الوقت يجنب المالك (حملة الأسهم العادية) أي مخاطر إضافية .
- ✓ **المرونة:** بمعنى قدرته على مواجهة مختلف التغيرات التي تحدث وتعديل المؤسسة لخططها التمويلية بما يتلائم واحتياجاتها المختلفة وبأقل تكلفة ممكنة .
- ✓ **الرقابة:** يجب أن يتضمن الهيكل المالي مخاطرة أقل من أجل تسهيل الرقابة على إدارة المؤسسة.

3. مناهج اختيار الهيكل المالي

هناك ثلات مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب وهي:²⁸

- ✓ **منهج التوازن:** يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرنة مالية للهيكل المالي ، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة ، في ظل افتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع ، وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي ، تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة ، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي ، والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل .
- ✓ **منهج التوازن المقارن:** يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة إلى تكلفة الأموال ، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف

²⁵نجماوي نذير، لعروسي محمد، تحديد الهيكل المالي للأمثل للمؤسسة الاقتصادية ، تخصص مالية مؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة أدرار، الجزائر، 2019/2020، ص 5.

²⁶د. سليم ملخ، د. وليد بشيشي ،محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR ، مجلة دراسات اقتصادية ، المجلد6، العدد 1جوان 2019 ، الجزائر، 2019، ظن ص 121.

²⁷بن الزغة مفيدة ، بن بخمة ميادة،أثر الهيكل المالي على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2018/2019، ص ص 8-7.

²⁸أنفال حدة خبيرة ، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2011/2012، ص ص 4-5.

وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب ، وبمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزدوج التمويلي المناسب لمؤسسة .

✓ **منهج التوازن الحركي الديناميكي:** يفترض وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزدوج التمويلي، وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة، وبمجموعة من العوامل المتمثلة في: مدة الائتمان ، مدى توفر المعلومات ، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم ، على أن يتم اتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الاستغناء عنه مثل التكلفة، المركز الائتماني لمؤسسة ، مجال استخدام الأموال، والقرارات المالية التي اتخذت في الماضي....الخ . وفي ضوء العمليات الإنتاجية والتسويقية ودرجة استغلال الأصول والموارد الإنتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغيير المزدوج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل .

4. محددات الهيكل المالي

هناك مجموعة من المبادئ والعوامل التي يجب أن تأخذها المؤسسة بعين الاعتبار عند اختيار نوع التمويل المناسب من بين هذه العوامل ما يلي: ²⁹

- **الملازمة:** مبدأ الملازمة يقتضي بتحويل احتياجات المؤسسة القصيرة الأجل من مصدر قصير الأجل لأن تحويلها من مصدر طويل الأجل وهدف الربحية قد لا يكون بمستطاع المؤسسة إعادة الأموال للمقترضين عند انتهاء الموسم القادم أو لوجود غرامات على التسديد المبكر، حيث يكون الأمر عكس ذلك في حالة التمويل من مصدر قصير الأجل إذ يصفى الدين بانتهاء الدورة التجارية وتحول المؤسسة موجوداتها من البضائع والديون إلى نقد وبذلك ينخفض مقدار ما تدفعه المؤسسة من فوائد على قروضها.

- **الخطر:** ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين هما: خطر التشغيل، خطر التمويل ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاقتراض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها، وقد يتعرض للإفلاس إذا كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها.

أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها وعندما تواجه المؤسسة الفشل تهدد مصالح المالكين من غيرهم لأنهم آخر من يستوفي حقه عند التصفية.

- **السيطرة:** غالبا ما يحرص أصحاب المؤسسات مما يجعلهم يعزفون عن استخدام أموال الملكية لزيادة رأس مال المؤسسة وفي هذه الحالة فهم يفضلون استخدام أموال الاقتراض بدلا عنها لأن استعمالهم لأموال الملكية سيؤدي إلى إضافة مالكين جدد يشاركون في السيطرة على المؤسسة ومثل هذا الأمر لا يمكن أن يحدث لأن التوسيع في الاقتراض قد يؤدي إلى

²⁹ بن الزغدة مفيدة، بن بخمة ميادة ، مرجع سابق ، ص،ص،ص9-10.

ارتفاع مديونية المؤسسة وعجزها عن القيام بتسديد ديونها، وبالتالي إفلاسها لذا يكون من الأفضل التضييّة لجزء من رأس المال ودخول بعض المالك الجدد.

• **المرونة** : وتعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال ، وينتج توافر المرونة للمؤسسة إمكانية استخدام الأموال المتاحة عند الحاجة ، وكذلك المفاضلة بين بدائل عديدة عندما تحتاج المؤسسة إلى التوسيع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها.

• **نمط التدقيق النقدي** : المقصود به الفترة الزمنية التي تنتهي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته ، فالفترة الطويلة التي تنتهي على المؤسسة بتحقيق النقد لها كآثار سلبية على السيولة ، لكن يمكن تفاديه هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها ومواعيد دخول النقد إلى المؤسسة.

ومن أفضل مصادر التمويل من منظور السيولة رأس المال ، فبالإضافة إلى عدم الحاجة إلى إعادةه إلى أصحابه كما الاقتراض فإن بالإمكان تعديل الأرباح الموزعة حسب الظروف .

5. العوامل المؤثرة على الهيكل المالي

إن اعتماد التمويل المقترض ضمن الهيكل المالي له آثاره الإيجابية في العائد على حق الملكية عندما تكون القروض المستخدمة في التمويل غير مبالغ فيها. إلا أن هذا الاستخدام للتمويل المقترض غير متساوي لجميع المنشآت ، فهو متغيرة من منشأة لأخرى ومن صناعة لأخرى ، لأنه يتوقف على عدة عوامل أو متغيرات مؤثرة في القرارات الخاصة بالهيكل ، يمكن طرح أهمها فيما يلي: ³⁰

✓ **المخاطر التشغيلية** : المنشأة ذات العوائد التشغيلية المستقرة نسبياً يمكنها أن تزيد من التمويل المقترض في هيكلها المالي ، لأن احتمال تعرضها للمخاطرة أقل قياساً بـ تلك التي تتصف بالنقلب في العوائد التشغيلية ، وبالتالي فإنها تتمتع بـ حالة أمان عالية اتجاه تسديد فوائد القروض.

✓ **تركيبة الموجودات** : تؤثر تركيبة الموجودات في طريقة التمويل ، فالمنشأة التي تتميز بـ كثافة موجوداتها طولية الأجل تفضل التمويل المقترض طول الأجل ، بينما تمتاز المنشأة ذات رأس المال العامل الكشف بالاعتماد على التمويل المقترض قصير الأجل .

✓ **معدل نمو المبيعات** : يمكن للمنشأة التي تتصف بنمو مضطرب في قيمة مبيعاتها أن تعتمد على التمويل المقترض لـ درجة أكبر ، إذ من المتوقع أن يترتب على ذلك زيادة العوائد التي تمكنها من تسديد التزاماتها المالية (الفوائد) .

✓ **حجم المنشأة** : تتوقف قابلية المنشأة في اعتماد التمويل المقترض على حجمها ، فالمنشآت صغيرة الحجم تعتمد على التمويل الممتلك بشكل أساسي ، بينما يزداد اعتماد المنشآت على التمويل المقترض كلما توسيع وكبر حجمها ، ويتباين مقياس الحجم فـ لـماً أن يكون موجودات المنشأة أو مبيعاتها .

✓ **المرحلة المعينة من حياة المنشأة** : تقسم دورة الحياة المنشأة عادة إلى أربع مراحل هي: الدخول ، التوسيع ، النضوج ، التدهور ، ويساعد هذا التقسيم لـ دورـة الحياة في تحديد

³⁰ محمد علي إبراهيم العامري، مـرجع سابق ، ص،ص، 309-310.

إستراتيجيات التمويل ، ففي المرحلة الأولى يكون الاعتماد على المقرض قليل ، يرتفع جداً في مرحلة التوسيع ، ويتناقص في مرحلة النضوج نظراً لتوافر الأموال الذاتية ، وينخفض جداً في المرحلة الأخيرة.

✓ **موقف الإدارة:** إدارة المنشأة التي تتصرف بالحيطة وتحفظ في استخدام التمويل المقرض على عكس من الإدارة المجازفة والتي تتسع في استخدامه.

✓ **موقف الدائنين:** يمنح الدائنوون القروض عندما تكون المعايير المالية للمنشأة المقرضة سليمة، لذلك ينبغي عليها أن تتمتع بمؤشرات مالية إيجابية لتشجيع الدائنين على إقراضها.

6. النظريات المفسرة للهيكل المالي

هناك عدة نظريات لتقسيم الهيكل المالي وقد بدأت الدراسات حول الهيكل المالي بالتلور بشكل علمي مع بداية الخمسينيات بظهور أول نظرية في هذا المجال التي تعرف الآن بالنظرية التقليدية للهيكل المالي ثم تلتها باقي النظريات ، فأغلب هذه النظريات تحدد حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل وستطرق في هذا البحث بالتفصيل لكل من هذه النظريات .

1.6. النظرية التقليدية للهيكل المالي

وفقاً لهذه النظرية يوجد هيكل مالي أمثل للمؤسسة، حيث يسمح بتعظيم قيمة أصولها الاقتصادية بفضل استخدام عقلاني للمديونية من خلال أثر الرافعة، وهو ما يسمح للمؤسسة بتحفيض متوسط التكالفة المرجحة لرأس المال.

تقوم هذه النظرية على تحليل سلوك كل من كل المقرضين و المالك، من خلال تفسير ردود أفعالهم على ارتفاع مستوى المديونية، فعند المستويات المنخفضة للدين تبقى تكالفة الاقتراض ثابتة ، وفي هذه الحالة تتجه التكالفة الإجمالية لرأس المال نحو الانخفاض، وبإمكان المؤسسة الاستفادة من استخدام الدين من خلال أثر الرافعة و عندما يصل الدين إلى مستوى معين يشعر فيه المقرضون و المالك بارتفاع درجة المخاطرة، تبدأ المطالبة بمكافأة أعلى ، وهذا يمكن التمييز بين مستويين :³¹

✓ **المستوى الأول:** تستمر التكالفة الكلية للتمويل في الانخفاض، و السبب هو أن تأثير ارتفاع تكالفة الأصول الخاصة يقابله تأثير أكبر بالانخفاض لتكلفة الاقتراض.

✓ **المستوى الثاني:** عند هذا المستوى من الدين تبدأ تكالفة الأموال الخاصة بالارتفاع إلى مستويات عالية بقدر يفوق الوفرات الضريبية المحققة، من خلال الاقتراض وبالتالي تتجه التكالفة الكلية للتمويل إلى الارتفاع وتتحفظ معه القيمة السوقية للمؤسسة .

2.6. نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل

يقوم هذا المنظور على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال الذي تولد عنها أعمال كل من Miller& Modigliani ، حيث نميز هنا بين مراحلتين في تصور هذا النموذج الذي يعتمد

³¹ محمود فاطمية ، نظوري مني ، تأثير الهيكل المالي على القرارات الاستراتيجية في المؤسسة في المؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماستر تخصص إدارة مالية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي ميلة ، الجزائر ، 2020/2021، ص

على نظرية السوق المالي البحث ، لذلك تسمى نظريتها أيضا بنظرية " السوق المتوازن " وتعتبر هذه النظرية من أبرز الانجازات في دراسات التمويل ، إذ تنفي هذه النظرية أي علاقة للهيكل المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة ، وذلك يعني أن القرار التمويلي لا يرتبط بانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة ، وإنما يحدده القرار الاستثماري فقط ، وقد جاءت هذه النظرية على شكل مقترحين ظهر أولهما في عام 1958 وظهر الثاني في عام 1963 .

يرى هذان الاقتصاديان أنه لا وجود لهيكل مالي أمثل ، حيث أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي ، ففي ظل تواجد سوق مالية كفؤ ، وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل ، وقد بنيت نظريةهما على ما يسمى ب " التحكيم " نميز في هذه النظرية بين حالتين حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجودها ، حيث أن هذه الأخيرة تعتبر وهمية .³²

3.6. تكلفة التوازن

تنطلق هذه النظرية من أعمال Myers S.(1984) وقد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها:³³

- **المرحلة الأولى** أو ما يعرف ب Trade-off static حيث تم إدخال تكلفة الإفلاس على نموذج Modigliani و Miller وخلصت في تحديد معدل استدامة أمثل ، في هذه الحالة ارتفاع الاستدامة تؤدي إلى ارتفاع أثر الرافعة المالية وظهور تكلفة الإفلاس التي لها انعكاس سلبي على قيمة المؤسسة .

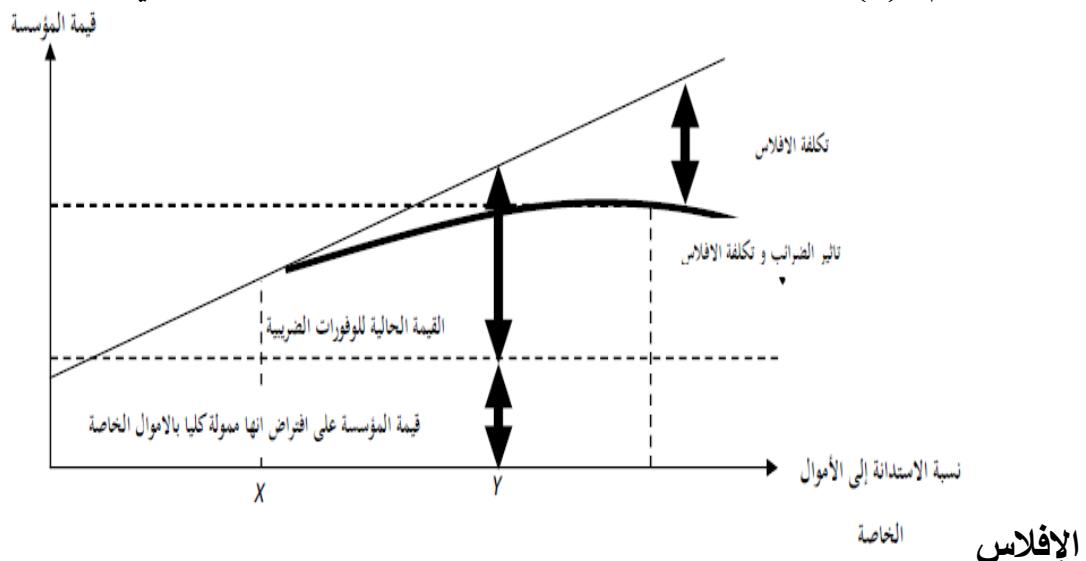
- **المرحلة الثانية** والتي عرفت تعديلا في هذا النموذج أخذًا في الاعتبار تكلفة الوكالة ، وهذا كاستجابة إلى الانتقادات الشهيرة التي وجهت للمرحلة السابقة فعلاقة الوكالة تقود إلى صنفين من التكاليف : تكاليف وكالة الأموال الخاصة أي النفقات التي يقوم بها المساهمون من أجل تأمين الانحرافات التي قد يقع فيها المسيرون ، تكاليف وكالة الديون أو النفقات التي يقوم بها المدينون من أجل ردع المساهمين .

4.6. تكلفة الإفلاس : حسب (1984) Malécot فإن تكاليف الإفلاس من الصعب تجاهلها باعتبار أنها تشمل مجموعتين من التكاليف: المجموعة الأولى التي تضم تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف مالية، تكاليف الإنابة، تكاليف البيع الفييري و المستعجل للأصول والتكاليف الاجتماعية)، بينما تضم المجموعة الثانية من التكاليف تكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصداقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة)، كما يدلل Harris et Raviv على أهمية هذه التكاليف أي أنه في العديد من الدول يعتبر القانون المتعلق بالتصفيية بعده متضمنا في عقد الدين، فالتشريعات المتعلقة بالإفلاس من جهة و التطبيق الصارم نسبيا لحقوق المدينين من جهة ثانية زاد من احتمال متابعة مسيري المؤسسات المستدينة .

³² أنفال حدة خبيرة، مرجع سابق ، ص ص 22-23-24 .

³³ إلياس ساسي ، د. يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن ، 2011، ص 413-414 .

الشكل رقم (7): العلاقة بين نسبة الهيكل وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة



المصدر: أنفال حدة خبيرة، مرجع سابق، ص30.

من الشكل نلاحظ أنه عندما كانت نسبة الاستداناة أقل من x لم تكن تكلفة الإفلاس ، ومن ثم فإن تكلفة رأس المال خضعت فقط لتأثير الضريبة على الربح (الوفرات الضريبية) الأمر الذي أفرز انخفاضا في تلك التكلفة ، فقد بدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة x إلا أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفرات الضريبية التي صاحبت الزيادة في نسبة الاستداناة ، الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة رأس المال وإن كان ذلك بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الاستداناة إلى النقطة y .

وفي هذه النقطة فقط ازدادت حدة تكلفة رأس المال نحو الارتفاع ، وعليه يمكن القول بأن النسبة المثلثى للاستداناة إلى الأموال الخاصة (هيكل التمويل المثلث) في ظل وجود تكلفة الإفلاس ، تتحدد بالنقطة y التي تكون عندها تكلفة رأس المال في حدتها الأدنى .

5.6 نظرية الوكالة

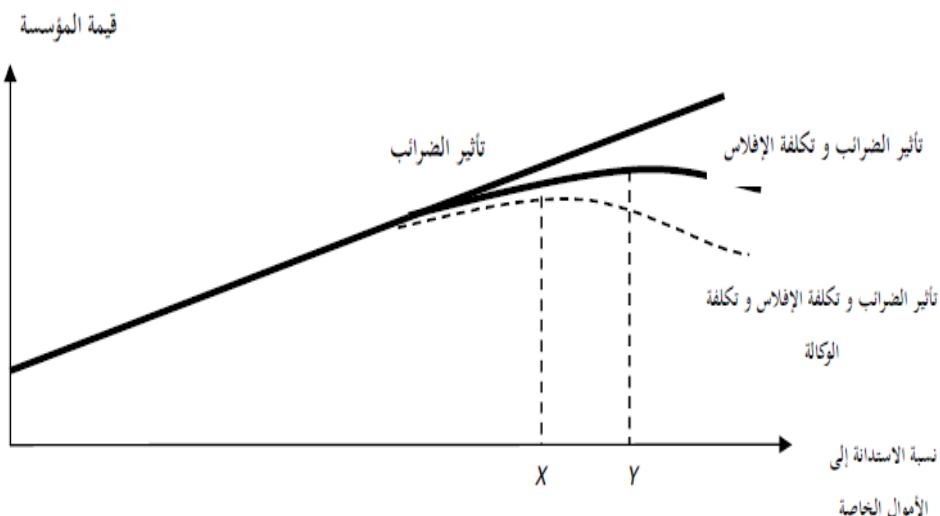
أدخل (1976) Jensen et Meckling على التخمين الأكاديمي المتعلق بنظرية المشروع عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة التي قد تكون متناقضة في أغلب الأحيان و انعكاس ذلك على مسألة اختيار الهيكل المالي، حيث تفترض هذه النظرية وجود مصالح خاصة بمسيري المؤسسة تدفعهم إلى سلوك يكون مغایر فيما لو كانوا مساهمين .

تقتصر هذه النظرية تفسير السلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة مثل المسيرين المساهمين ، المقرضين والمدينين بشكل عام ، ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل ، وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين : أولاً ليس بالضرورة أن تكون أهداف

المسيرين و المساهمين متطابقة ، ثم إن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة و محيتها .³⁴

فنظريّة الوكالة تحاول البحث عن تصوّر العقود المثلّى بين الأطراف و تفسير سلوك هؤلاء و أولئك بمجرد أن تكون هناك علاقة وكالة ، حيث ينجم عن علاقّة الوكالة نوعان من تضارب المصالح ، فهي تؤدي إلى بروز التناقض في المصالح بين المدير و المساهمين من جهة ، وبين المساهمين و المقرضين من جهة ثانية.

الشكل رقم (8): قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس وتكلفه الوكالة .



المصدر: أنفال حدة خبيرة، مراجع سابق، ص32.

6.6. نظرية الإشارة

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مسيري المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات وفعالية تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة، نستطيع أن نذكر من بينها هذه المؤشرات المتعددة هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة .

تقترب هذه النظرية نموذجا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي فالمستثمرون يصنّعون المؤسسات الموجودة في السوق إلى فئتين A و B ، بحيث تكون المؤسسات من الصنف A أحسن أداءا من المؤسسات من الصنف B.

³⁴د. إلياس بن الساسي، د. يوسف قريشي ، مراجع سابق، ص ص 417-419

من أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A أو B، يحدد المستثمرون في السوق مستوى من الاستدانة . D* يسمى الاستدانة الحرجة، حيث أن المؤسسات ذات النوعية الرفيعة (A) لها قدرة على الاستدانة أعلى من D* وهذا .

اللجوء إلى هذا النموذج يكون مجديا في سوق مالي متميز بانعدام التناظر في المعلومة الناتج خاصة مع امتلاك هذه الأخيرة من قبل المسيرين .

7.6. نظرية التمويل الهرمي

يعالج نموذج Myers 1984 ، الرهانات التي تستخدمها المؤسسة في المدى البعيد ، نحن فرضية أن الهدف الأساسي الذي يسعى المسيرون إلى تحقيقه هو تعظيم أرباح المؤسسة ، 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 و القروض ثم أخيرا الأسهم .³⁵

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

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

وعليه ونظرا للأسباب السابقة الذكر تكون قرارات الهيكل المالي حسب الأولوية كالتالي:
التمويل الذاتي . اللجوء إلى الاقتراض . قرار رفع رأس المال .

المotor السابع: العلاقة بين الاستراتيجية المالية وخلق القيمة

1. مفهوم إنشاء القيمة

إنشاء القيمة أو كما يسمى أيضا بخلق القيمة هو نتاج لقدرة المؤسسة على تحقيق استثمار أو استثمارات يكون معدل العائد المحقق أكبر من المعدل المطلوب (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) معأخذ مخاطر الاستثمار . وخلق القيمة أكثر من تكلفة بهدف

.³⁵أفال حدة خبيرة ، مراجع سابق ، ص 35

منطقي لأي مدير مؤسسة، ففي ظل عالم تنافسي يصعب العثور على الاستثمارات المستدامة التي تدر أكثر من رأس المال نظراً لمخاطرها وذلك لأن مثل هذه الفرص بشكل طبيعي تجذب العديد من المستثمرين وهذا ما يؤثر في خفض الربحية. وخلق القيمة هو عمل لا نهاية له لذا يجب أن يبدأ في الوقت المناسب³⁶.

2. مفهوم القيمة

يختلف مفهوم القيمة من القيمة الاقتصادية، المحاسبية والمالية ويمكن توضيح ذلك كما يلي: ارتبط مفهوم القيمة بعدة جوانب، الجانب الأول يرتكز على نظرية المستهلك الذي يركز على القيمة الاستعملية للسلعة أو الخدمة، وهذا ما يعرف بالمنفعة فهي تختلف من شخص لآخر وتثبت الجانب الذاتي للقيمة، أما الجانب الثاني فيعكس نظرية المنتج الذي يركز على التكلفة المبذولة للحصول على السلعة أو الخدمة، وهو ما يعكس الجهد المبذول، أما الجانب الثالث فهي القيمة التبادلية التي تتحدد في زمن معين نتيجة التفاعل بين العرض والطلب في السوق.

3. مؤشرات قياس خلق القيمة

تهدف أي مؤسسة إلى تعظيم قيمتها لفائدة مالكها أو جميع الأطراف المهمة والتي لها عالقة بها، وذلك مررهون على تحقيق تراكمك الثروة والذي يقاس من خلال مؤشرات لخلق القيمة في هذا المطلب سيتم التطرق إلى تطور مؤشرات خلق القيمة.

حتى منتصف الثمانينيات كانت المؤسسة تهتم في المقام الأول بمؤشرات النتيجة الصافية Rne، ربحية السهم الواحد Bpa، نتيجة الاستغلال Eexe والفائض الإجمالي للاستغلال EBE. أما في الجيل الثاني حيث ارتبط المنطق بمفهوم المردودية والكافأة بمدى تحقيق النتائج المتولدة عن حركة رؤوس الأموال وهي العائد على الأموال الخاصة Roce ، أثر الرافعة، مردودية الأصول الاقتصادية، مردودية الأصول الخاصة والعائد على الأموال المستخدمة، وهي تعتبر مؤشرات هامة خاصة بالنسبة لقطاع البنوك والتأمينات كما أنها مؤشرات للأداء الاقتصادي . ومن بين المؤشرات المفضلة نجد:

1.3. ربحية السهم الواحد Bpa: وهو يبقى المؤشر الأفضل في مالية المؤسسة؛ وهو الأكثر استخداماً اليوم وذلك لوجود عالقة مباشرة لقيمة السهم الواحد بمضاعف النتيجة الصافية Bpr.

ولا يعتبر مؤشراً لخلق القيمة إلا إذا استوفى الشروط الآتية:

- خطر الأصل الاقتصادي هو نفسه من دورة لأخرى قبل وبعد عملية الاندماج، الاستحواذ، زيادة أو تحويل رأس المال، الاستثمار.

- معدل نمو النتائج هو نفسه قبل وبعد الصفقة.

- الهيكل المالي للمؤسسة هو نفسه من دورة لأخرى، أو نفسه قبل وبعد الصفقة.

³⁶ نفيسة منصوري، نفس المرجع السابق، ص21.

2.3. **معدلات المردودية المحاسبية**: تتدخل في معدلات المردودية المحاسبية كل من - :

- **معدل مردودية الأموال الخاصة Rcp** .

- **معدل المردودية الاقتصادية ROIE** .

- **التدفق النقدي العائد للاستثمار CFROI** ، والذي في شكله البسيط يمثل نسبة الفائض الإجمالي للاستغلال إلى الأصل الاقتصادي المأخذ بالقيمة الإجمالية، أي قبل حساب اهلاك الأصول الثابتة، ويحسب وفق العلاقة التالية (CFROI=EBE/ (BFR+IBRUIT)) :

EBE : يمثل الفائض الإجمالي للاستغلال .

BFR يمثل الاحتياج في رأس المال العامل.

3.3. **القيمة الحالية الصافية**: تعتبر من أفضل المؤشرات لأنها تأخذ بعامل الزمن، حيث تعكس القيمة الحالية الصافية عن مدى خلق القيمة الناتجة عن تخصيص موارد المؤسسة، وسيكون هناك سعي دائماً لتحديد التدفقات المالية ومحاولة التنبؤ بكل الأخطار المتوقعة، وإيجاد معدل المردودية المطلوب من قبل الممولين. ويحسب خلق القيمة حسب هذا المؤشر كما يلي :

خلق "إنشاء" القيمة = قيمة الأصل الاقتصادي – القيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي .

هذا المؤشر يتطور وفقاً لتوقعات المستثمرين التي تسعى لتحديد إيراد للأموال المستثمرة لمدة معينة حتى يسمحوا للأصل الاقتصادي للمؤسسة بأن يكون أعلى من قيمته المحاسبية.

4.3. **التدفق النقدي العائد للاستثمار**: يعرف بأنه متوسط معدلات المردودية الداخلية للاستثمارات الحالية للمؤسسة .)

5.3. **القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)** : ويحسب بالعلاقة التالية:

الربح الاقتصادي = رأس المال المستثمر (معدل العائد على رأس المال المستثمر - معدل تكلفة رأس المال).

6.3. **خلق القيمة البورصية** : وتحسب بالعلاقة الآتية:

خلق القيمة = الرسملة البورصية + القيمة المحاسبية – (القيمة المحاسبية للأموال الخاصة + القيمة المحاسبية للديون)

7.3. **العائد الكلي للمساهمين TSR** : ويتمثل هذا المؤشر في معدل نمو سعر السهم السوقي مضافاً إليه التوزيعات منسوبة إلى السلع، وهو في الحقيقة لا يختلف عن معدل المردودية المفروض ولإعطائه معنوية أكثر يستحسن حسابه على فترات طويلة من 5~15 سنة كمتوسط حسابي ويحسب بالعلاقة التالية :

TSR= (P0+D-P1)/P

كما أن هناك مؤشرات أخرى لخلق القيمة تسمى بالمؤشرات الاستراتيجية مثل:

❖ **بطاقة الأداء المتوازن**:

عبارة عن مؤشر استراتيжи، وهو يحاول قياس أداء المؤسسة من خلال مؤشرات تغطي أربع وجهات نظر هي :

- **منظور التعلم والنمو:** يركز على الاهتمام بالموارد البشرية في المنظمة وبنيتها التحتية .
 - **المنظور الداخلي:** يركز هذا المنظور على الاهتمام بأداء العمليات الداخلية الرئيسية التي تتبثق عنها أنشطة المنظمة، إذ يعد التحسين الحاصل على العمليات الداخلية مؤشر نجاح المالي في المستقبل.

- **منظور الزيتون:** يبحث هذا المنظور على ضرورة النظر إلى أنشطة المنظمة من خلال عيون الزيتون لذا تعمل المنظمة على إيفاء حاجات الزيتون ورضاه الأهمية الكبرى.

- **المنظور المالي:** يقيس هذا المنظور النتائج النهائية التي تتحققها المنظمة إلى حملة أسهمها. وكثير من يعتبر هذا النموذج أكثر ملاءمة في تقييم رأس المال المعرفي الوطني وقياسه، لأنه يقدم نظاماً قياسياً متعدد الأبعاد يعمل كدليل لصناعة الاستراتيجيات والسياسات لإدارة رأس المال المعرفي واستثماره.

4. ركائز خلق القيمة

ويمكن تقسيمها إلى عدة أنواع نذكر منها:

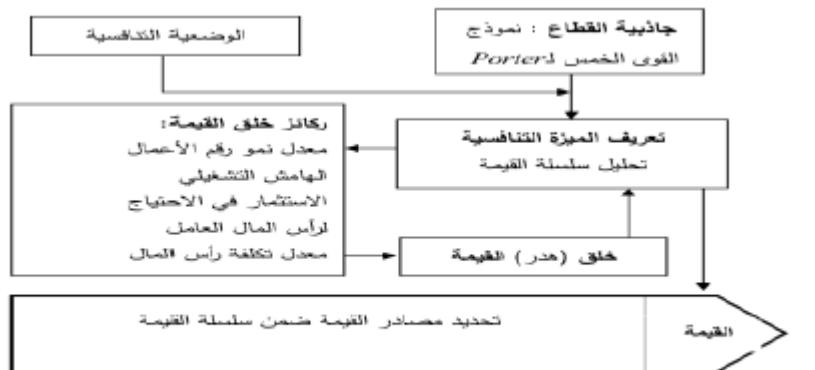
1.4. الركائز الاستراتيجية

هي مختلف العمليات التي تؤثر على المكون الصناعي للقيمة الناتجة عن الأداء الصناعي والتجاري للمؤسسة، وهو الأداء الذي يتم قياسه في الأخير من خلال التدفقات النقدية. تشمل هذه الركائز الميزة التنافسية، عمليات النمو الداخلي، وعمليات النمو الخارجي، وآثار التعاضدية التي تنشأ.

✓ **الميزة التنافسية:** قدم (Rappaport.A 1987) «نمواً خلق القيمة» يربط بينها وبين الميزة التنافسية بناء على أعمزال "ميشال بورتر (1986)" يوضح النموذج أن خلق القيمة هو نتيبة الخيارات الاستراتيجية للمؤسسة والتي تتمثل في: (مجال النشاط، التموضع الاستراتيجي، الميزة التنافسية).³⁷

شكل رقم (09): تحليل الميزة التنافسية وخلق القيمة

Caby, J. et Hirigoyen, G. (2005). Création de valeur et gouvernance de l'entreprise : Economica, ³⁷ 3 è édition, P23.



Source : Rappaport (1987) et Porter (1986) in, Caby, J. et Hirigoyen, G. (2005). Op cit, pp 40, 41

✓ **عمليات النمو الداخلي:** هي عبارة عن قرارات التخطيط للانفاق الرأسمالي الذي يتوقع أن يحقق عائدًا يتجاوز سنة مالية واحدة تخص حيازة استثمارات جديدة، أو تحديث مشروعات قائمة، أو زيادة الطاقة الإنتاجية لها.

✓ **عمليات النمو الخارجي:** تتم غالبا في البورصة بالنسبة للمؤسسات المسرعة، وتكون بين مؤسستين أو أكثر من خلال المساهمة في رأس مال مؤسسة أخرى.

2.4. الركائز المالية لخلق القيمة

هي مختلف العمليات التي تؤثر على المكون المالي للقيمة، من خلال أثر السياسة المالية على خلق القيمة، وتشمل عمليات الرفع المالي. وعمليات إعادة شراء الأسهم (إعادة الهيكلة المالية)، إضافة إلى إدارة جيدة للمخاطر المالية، كما يمكن لعمليات أخرى كالمناولة والقرض الإيجاري Leasing أن تكون ضمن الركائز المالية لخلق القيمة، عندما يكون الهدف منها ليس التأثير على عمليات الاستغلال، إنما تخفيض الأصول الاقتصادية أو رأس مال المستثمر لزيادة معدل المردودية.

3.4. خلق القيمة والاتصال المالي

لقد أصبحت عمليات الإبلاغ تتطلب إعلان عن العوامل التي تخلق القيمة على المدى الطويل، بحيث لا يجب التركيز عند الإبلاغ عن مصادر خلق القيمة في المؤسسة على العوامل المالية فقط، بل يجب الاهتمام بالعوامل غير المادية ذات التأثير الاستراتيجي³⁸. إن الهدف من الاتصال المالي هو "بيع القيمة"، أو الحصول على أفضل قيمة تتحول إلى سعر، عند تقييم وتسعير الأسهم المتداولة في السوق المالي. وللاتصال المالي عدة أهداف مكن تلخيصها فيما يلي³⁹:

³⁸ Value creation : Background paper, International integrated reporting council, 2013, p 3, <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/08/Background-Paper-Value-Creation.pdf>

- دعم ثقة الأسواق المالية، ووضع حد للمنافسة أو تخفيتها
- الا دارة الإيجابية لصورة المؤسسة، وإظهار الاستراتيجية
- تفادي الأثر السلبي للإشاعة، التضليل، والتشويش على القيمة

إذن يؤثر الاتصال المالي على القيمة (بالنسبة للمؤسسات المدرجة في الأسواق المالية)، ويبيّن لدى المؤسسة وسيلة أخرى لإيصال المعلومات الكافية لدعم "القيمة" من خلال الاتصال الاقتصادي، هذا الأخير يشتمل ضمنياً على الاتصال المالي ويتجاوزه لإيصال البعد الاستراتيجي لأداء المؤسسة ووضعيتها، إذ يزكي الأفق "ذات المدى الطويل" ويزيل الطاقات الكامنة بالإضافة إلى الأرقام أو المؤشرات الكمية التي تهم المستثمر : يؤثر الاتصال المالي القائم على النواتج المالية على القيمة السوقية بينما يؤثر الاتصال الاقتصادي القائم على المعلومات الاقتصادية، خاصة المتعلقة بالمعرفة والأصول غير المادية، على القيمة الاستراتيجية، كما هو مختصر في الشكل الآتي:

شكل رقم (10): علاقة الاتصال بالقيمة



Source: Barneto, P. et Gregorio, G (2009). Finance, manuel et applications : Dunod, 2^e édition, Paris, p 82 (بالنصرف)

هناك عدة نقاط هامة تشملها عملية الاتصال المالي لإيصال المعلومات الحقيقة لخلق القيمة عند القيام بالإبلاغ وتحرير تقارير النشاط:⁴⁰

- خلق القيمة يكون ضمن سيرورة .
- القيمة المالية مهمة لأن خلق القيمة يجب أن يظهر من خلال النتائج. ولكنها غير كافية لتقييم خلق القيمة في المؤسسة.
- خلق القيمة يكون من خلال الأصول المادية والأصول غير المادية، والتفاعل فيما بينها .
- هناك خلق لقيمة مشتركة من خلال الموارد الخاصة وال العامة.
- يتم خلق القيمة للمؤسسة وللأطراف ذات المصلحة.
- الابتكار ضروري لخلق القيمة.
- القيم تلعب دورا في الطريقة التي يتم من خلالها خلق القيمة، وفي طبيعة تلك القيمة.
- مقاييس خلق القيمة (مؤشرات القياس) تتطور بشكل مستمر.

المotor الثامن: استراتيجية الدخول إلى السوق المالي

1.تعريف إستراتيجية الدخول إلى السوق المالي

يمكن تعريف عملية الدخول إلى البورصة على أنها الوصول إلى سوق الأوراق المالية للمرة الأولى والحصول وبالتالي 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 (إصدار وبيع أسهم جديدة).⁴¹

عملية طرح أسهم شركة خاصة للجمهور (IPO) في إصدار أسهم جديد. يتيح إصدار الأسهم العامة للشركة زيادة رأس المال من المستثمرين العاملين. يمكن أن يكون الانتقال من شركة خاصة إلى شركة عامة وقتاً مهماً للمستثمرين من القطاع الخاص لتحقيق مكاسب كاملة من استثماراتهم حيث يتضمن عادةً أقساط الأسهم للمستثمرين الحاليين من القطاع الخاص. وفي الوقت نفس، يسمح أيضاً للمستثمرين العاملين بالمشاركة في العرض.

Value creation : Background paper, International integrated reporting council, 2013, p 4,⁴⁰
<http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/08/Background-Paper-Value-Creation.pdf>

⁴¹ كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة بورصة الجزائر، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية/ جامعة المدينة، العدد 11، جانفي 2014، ص62.

من خلال التعريف نستنتج:

- يشير الطرح العام الأولي (IPO) إلى عملية طرح أسهم شركة خاصة للجمهور في إصدار أسهم جديد.
- يجب أن تقي الشركات بمتطلبات البورصات ولجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC) لإجراء اكتتاب عام أولي.(IPO).
- توفر الاكتتابات الأولية للشركات فرصة للحصول على رأس المال من خلال طرح الأسهم من خلال السوق الأولية.
- تقوم الشركات بتوظيف البنوك الاستثمارية للتسويق وقياس الطلب وتحديد سعر وتاريخ الاكتتاب والمزيد.
- يمكن اعتبار الاكتتاب العام بمثابة استراتيجية خروج لمؤسس الشركة والمستثمرين الأوائل، وتحقيق الربح الكامل من استثماراتهم الخاصة.

2. الأوراق المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية

هناك العديد من الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال، من بينها:

2.1. الأسهم

تمثل الأسهم أدوات الملكية التي تشمل الأسهم بأنواعها المختلفة. وللتعرف على المفاهيم العامة المتعلقة بالأسهم، سيتم تناول ما يلي:

يمكن تعريف السهم على النحو التالي:

هو أحد أنواع القيم المتداولة التي تسمح للمشروعات الخاصة التي تمارس نشاطها من خلال شركة مساهمة بالحصول على المدخرات المالية عبر المشاركة برأس المال.

- هو جزء من رأس مال الشركة المساهمة، وهو يمثل حق المساهم مقدراً بالنقد لتحديد مسؤوليته ونصيبه في ربح الشركة أو خسارتها.

- هو صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي الحق للمساهم لتمثيل حصته في رأس مال الشركة

وعليه يمكن تعريف السهم بأنه:

أداة ملكية طويلة الأجل تمكّن حاملها من الحصول على جزء من رأس مال الشركة المصدرة لها، وتسمح له بالتمتع بمجموعة من الحقوق.

❖ **خصائص الأسهم:** وتنتمي الأسهم بمجموعة من الخصائص يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- السهم ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية، وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في الشركة؛
- السهم قابل للتداول في بورصة الأوراق المالية؛
- يسمح السهم لصاحبها بالاستفادة من عائد يتمثل في ربح السهم أو الحصة، وكذلك يتحمل جزء من الخسارة في حالة خسارة الشركة؛
- السهم يصدر بقيم متساوية؛
- السهم غير قابل للتجزئة؛
- تتساوى مسؤولية المساهمين اتجاه الشركة؛
- الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير، وهو مرتبط بالنتائج التي تتحققها الشركة وبالآفاق الاقتصادية لها؛

❖ **أنواع الأسهم:** تنقسم الأسهم إلى عدة أنواع وفقاً لمعايير مختلفة، يمكن تلخيص هذه الأنواع والمعايير في النقاط التالية:

✓ **أنواع الأسهم حسب الشكل التي تظهر به**
وتنقسم إلى:

أ. أسهم اسمية: وهي الأسهم التي يدون فيها اسم المالك وتثبت ملكيته للسهم بقيد اسمه في سجل المساهمين لدى الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، ويتم تداول هذا النوع من الأسهم أي التنازل عن ملكية السهم الاسمي عن طريق تغيير القيد في سجل الشركة؛

ب. أسهم لحاملها: وهي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكها، وتعرف برقمها وتعتبر مالا منقولاً تسرى عليه قاعدة الحيازة في المنقول سندًا للملكية؛

ت. أسهم لأمر: وهذا النوع من الأسهم يصدر لأمر أو لإذن شخص معين، ويتم تداولها بطريقة التظهير.

✓ حسب طبيعة حصة المساهم

أ. أسهم نقدية: وهي الأسهم التي يسدد المساهم قيمتها نقوداً، وقد تكون محررة أي مدفوعة بالكامل، أو غير محررة، أي مدفوعة جزئياً والمتبقى ديناً على المساهم؛

ب. أسهم عينية: يسدد المساهم قيمتها عينا في شكل عقارات أو آلات أو بضاعة، ويجب أن تكون محررة بالكامل؛

ت. **أسهم مختلطة**: يدفع جزء منها نقداً والباقي عيناً.

✓ حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

أ. **أسهم عادي:** يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، حيث تضمن هذه الوثيقة حقوقاً وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانية، فتخضع قيمها السوقية لتغيرات مستمرة وتقييمات متباينة.

وتحتفل حقوق المساهم العادي في النقاط التالية:

- الحصول على نصيبيه من الأرباح عند توزيعها؛
 - الحصول على نصيبيه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها؛
 - الحضور في اجتماعات الهيئة العاملة للمساهمين، والتصويت على القضايا المطروحة على هذه الهيئة؛
 - نقل ملكية السهم عن طريق البيع والإهداء أو الميراث؛
 - الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة؛
 - الترشح لعضوية مجلس الإدارة إذا كان المساهم يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم؛
 - حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة ومساءلتهم.

بـ. **أسهم ممتازة:** يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي، كونه يحصل على عائد ثابت سنوياً يسمى مقسوم أرباح السهم الممتاز، والذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، ولذلك فهو يمثل امتيازاً ثابتاً، كما أنه يمثل حقاً من حقوق الملكية، كونه يمثل جزءاً من المشاركة في رأس مال الشركة، وقد اكتسبت هذه الأسهم صفة الامتياز لأن لها الأولوية قبل حملة الأسهم العادية في الحصول على دخل الشركة وأصولها.

وتتمثل حقوق أصحاب الأسهم الممتازة فيما يلي:

- لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة المصدرة توزيعها؛
- وضع نظام الشركة المصدرة حداً أقصى لمقدار ما يوزع من الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة؛
- تحظى الأسهم الممتازة بالأولوية في استرداد قيمتها أو جزء من هذه القيمة في حالة تصفية الشركة المصدرة؛

2.2. السندات

يمكن تعريف السند على النحو التالي:

- . أداة دين صادرة عن المقترض الذي يتتعهد بسداد المبلغ المقترض بالإضافة إلى الفائدة خلال فترة زمنية محددة.

❖ عبارة عن عقد أو اتفاق بين المستثمر (المقرض) الذي يقرض بمقتضاه الشركة (المقترض) مبلغاً معيناً، تتعهد هذه الأخيرة بدورها برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض، كرهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق، كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقرض كحق استرجاع السندات قبل تاريخ الاستحقاق.

❖ ورقة مالية تعطي ضماناً لدين إحدى الشركات مع تحديد فائدة ثابتة لها، كما يمكن أن يكون هناك خصم عند الإصدار، بمعنى أن يدفع المكتتب في السند أقل من قيمته الاسمية على أن يسترد القيمة الاسمية كاملة عند الاستحقاق علاوة على الفائدة السنوية.

إذن فالسند عبارة عن أداة دين طويلة الأجل تلزم الشركة المصدرة لها بدفع قيمتها إلى الفوائد المترتبة عنها عند تاريخ الاستحقاق.

انطلاقاً من ذلك، يمكن تلخيص خصائص السندات في النقاط التالية:

- تعد أداة دين للمشتري على البائع أو المصدر للورقة المالية؛
- لا يحق لحامليها التدخل في إدارة الشركة؛
- تنتهي علاقة حامل السند بالمقترض حال تسديد قيمة السندات؛
- استفادة المقترض من ميزة ضريبية، نظراً لطرح فوائدها من الوعاء الضريبي؛
- السندات قابلة للتداول كالأسهم بطريقة القيد أو التسليم؛
- السندات صكوك متساوية القيمة تصدر بقيمة اسمية، ولا تقبل التجزئة أمام الجهة المصدرة لها، ولحامليها حق استرجاع قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل؛
- يعطي السند لحامليه حق الحصول على فائدة ثابتة واسترداد قيمته في أجل الاستحقاق، إلى تمنعه بحقوق الدائن اتجاه مدينه وفقاً للأحكام القانونية.

يمكن تقسيم السندات إلى العديد من الأقسام، حسب المعيار المتخذ في التقسيم، ويمكن توضيح ذلك على النحو المبين:

أ. سندات حكومية: وهي السندات التي تصدرها الحكومة للاكتتاب العام، وتمثل قروضاً تحصل عليها الحكومة من الأفراد والهيئات لتمويل النفقات أو مشاريع التنمية الاقتصادية، وهي صكوك متساوية القيمة تمثل ديناً مضموناً في ذمة الحكومة ولها فوائد ثابتة معينة وآجال محددة، وغالباً ما تدفع الفوائد على هذه السندات كل ستة أشهر، وتتميز هذه السندات بخلوها من المخاطر، وتتمتع بدرجة عالية من السيولة وإعفائها من الضرائب.

ب. سندات الشركات: وهي السندات التي تصدرها المؤسسات المالية أو شركات المساهمة لتمويل مشاريعها، وتتميز بارتفاع نسبة فوائدها مقارنة مع سندات الحكومة، نتيجة ارتفاع المخاطرة فيها والمتمثلة في احتمال عجز الجهة المصدرة لها عن الوفاء بالدين وفوائده السنوية.

وتنقسم سندات الشركات بدورها إلى عدة أقسام هي:

ت. السندات العادية: وهي السندات التي تصدر بقيمة اسمية محددة يدفعها المكتب أو المقرض عند الاكتتاب، ويستردتها كاملة في تاريخ الاستحقاق، ويحصل خلال مدة القرض على فوائد ذات معدلات ثابتة منسوبة إلى قيمتها الاسمية؛

ث. السندات المضمونة أو سندات الرهن: وهي سندات تكون قيمة إصدارها مضمونة بنوع معين من الملكية، ففي حالة عجز الشركة عن تسديد قيمتها يحق لحملة السندات بيع حقوق الملكية؛

ج. السندات غير المضمونة: ويعتمد قبولها على القوة الإرادية للشركة كضمان لعائداتها، وقد تكون سندات ذات دخل، إذ يتم دفع الفوائد عليها عند تحقيقها من قبل الشركة، وعليه إذا كانت الأرباح غير كافية للتوزيع فلا يتم مطالبة الشركة بالفوائد، ولا يمكن إشهار إفلاسها، وتتصف هذه السندات بكونها الأكثر خطورة وذات عائد مرتفع؛

ح. السندات القابلة للتحويل: وهي السندات التي تعطي لحامليها حرية استبدال سنداته بأسمهم عادية من أسهم الشركة المصدرة لهذه السندات، حيث يتم تحديد الوقت الذي يستطيع فيه صاحب السند استبداله أو تحويل السند إلى أسهم، كما يتم تحديد عدد الأسهم المستبدلة لكل سند؛

خ. السندات القابلة للاستدعاء: وهي السندات التي يحق للشركة التي أصدرتها تسديدها قبل حلول موعد الاستحقاق في الوقت الذي تراه مناسباً.

3. أساليب الدخول إلى السوق المالي

على المؤسسات التي تريد الدخول للبورصة أن تختار بين نموذجين من الإجراءات للدخول إلى البورصة:

1.3. الوضع بالتصرف مباشرة للأوراق المالية

ويأخذ هذا الإجراء الخيارات التالية:

أ. العرض العمومي للبيع *L'offre publique de vente OPV*

ويتضمن وضع تحت تصرف السوق كمية من الأوراق المالية بسعر عرض محدد ونهائي. وفي يوم الدخول إلى السوق تجمع أوامر الشراء بواسطة هيئات البورصة، حيث لا يمكن قبول الأمر إلا إذا كان مساوياً لسعر العرض، وفي حالة ما إذا كان الطلب يفوق العرض،

فإن هيئات البورصة توزع هذه الأوراق بطرقين: إما بنسبة مئوية متساوي؛ أو تبعاً لنسبة عدد الأوراق المالية المعروض على عدد الأوراق المالية المطلوبة. ويتم الإعلان عن إيجابية العرض إلا إذا تمت تلبية نسبة مئوية محددة من مصدرى الأوامر، أما إذا كان الطلب مرتفعاً جداً ولم يمكن تلبية النسبة المحددة فعندئذ يتم اللجوء إلى عرض علني ثانٍ للبيع لكن بسعر أكثر ارتفاعاً. يمكن أن يأخذ العرض العمومي للبيع الشكل الاسمي حيث ترافق الأوامر المقدمة بهوية المكتتبين، ولا يتم تلبيتها لنفس الشخص إلا مرة واحدة، وهذا لوضع حد للمضاربات.⁴²

ب. الوضع بالبيع: في هذه الحالة سعر العرض المقترن هو سعر أدنى يتحدد من قبل المؤسسة المصدرة، وعلى عكس OPV ، فإن المالكين الأساسيين يتحملون مخاطر تقلب أسعار بيع أسهمهم، وهيئات البورصة تعلن عن قابلية تلقي أوامر الشراء التي تمرر بسعر محدد ، أي أن المستثمرين يمررون أمراً سينفذ بالحد الأدنى من السعر المقترن عند الدخول. ويمكن لهيئات البورصة أن تلغى الأوامر التي تبدو غير جدية لكونها شديدة الارتفاع . إن إجراء الوضع بالبيع يخصص أساساً للمؤسسات الهامة التي تتمتع بشهرة، والتي يمكن أن يقابلوا طلب كبير على أوراقها، بحيث غالباً ما يكون التسعير الأول أعلى من سعر الحد الأدنى للعرض.

✓ **العرض العمومي بسعر ادنى:** لقد أدى هذا النوع من العروض دوراً هاماً في البورصات العالمية، وهو يتمثل في تحديد اسعار الاوراق المالية في اطار سعر معين ولا يتم البيع باقل منه؛

✓ **العرض العمومي بسعر ثابت:** لا يقبل التفاوض أو تغيير السعر المحدد مسبقاً، حيث يتم وضع كمية من الأوراق المالية تحت تصرف السوق بسعر ثابت.

ت. **الوضع بالتصرف بشكل غير مباشر:** وهو الإجراء العادي الذي يطبق عندما تكون الأوراق المالية المدخلة للسوق مقدرة من مؤسسة مسيرة أسهمها من قبل. حيث قبل الدخول للسوق تقوم المؤسسات ببيع أوراقها، المخصصة للجمهور، إلى الوسطاء الماليين المسؤولين عن عملية الدخول، بسعر متافق عليه من كافة الأطراف. وبهذا يتتجنب المساهمون الأساسيين مخاطر الدخول لأنهم يبيعون فعلياً أوراقهم قبل تسعيرها . تقبل الأوامر الشراء بالأحسن أي أن المستثمرين مستعدون لشراء الأوراق المالية بأي ثمن⁴³.

⁴² Corynne Jaffeux, Bourse et financement des entreprises, DALLOZ:Paris, 1994, pp144-149.

⁴³ Corynne Jaffeux, op-cit, 1994, pp144-149

ث. العرض العمومي للشراء : عندما يريد المستثمر ما جمع عدد كبير من الأوراق المالية يقوم بإعلان إشهار خاص بالعرض العمومي للشراء والذي عادة ما يكون بأسعار أعلى من تلك الموجودة في السوق؛

ج. الاكتتاب العام والخاص في البورصة: الاكتتاب العام هو بيع شركة ما أسهمها للجمهور في البورصة لأول مرة، وقد يندرج البعض للمشاركة في الاكتتابات العامة الأولية كمحاولة لشراء الأسهم بسعر مناسب، ف أحياناً يرتفع سعر السهم مباشرةً بعد إدراجه في البورصة، لكن ارتفاع سعر السهم مع بداية التداول ليست قاعدة ، لهذا هناك نقاط مهمة يجب أن يعرفها المستثمر قبل الاكتتابات لتجنب العديد من المخاطر ، أما الاكتتاب الخاص فهو يقتصر على أفراد أو مؤسسات بعينهم فقط ولا تكون الأسهم متاحة للجميع على عكس الاكتتاب العام

4. مراحل الإدراج في البورصة

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاثة مراحل مهمة هي:⁴⁴

- مرحلة ما قبل الإدراج؛
- مرحلة الإدراج؛
- مرحلة ما بعد الإدراج.

1.4. مرحلة ما قبل الإدراج

هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبعها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج. وتتضمن المراحل التالية:

- القرار بإجراء العملية تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفويض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكناها من تفعيل هذه العملية.
- الإعداد القانوني للشركة والأسهم: إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأن الشركة كثيراً ما تلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسويقة.
- تقييم الشركة: يجب على الشركة أن تسعى لتقدير أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعرف

⁴⁴ موقع بورصة الجزائر: عملية الإدراج في البورصة، تم الإطلاع عليه يوم: 03 نوفمبر ، 0300 .<https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149>

اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة. ويعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

- اختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقي البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال.

ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائداً الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبعى لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقي البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكلف بمساعدتها في إصدار سنداتها وإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية : يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني....)

- إيداع ملف طلب القبول : يجب أن يحتوي ملف طلب القبول، كما هو محدد في تعليمات لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، على:

- طلب القبول؛

- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار؛

- مشروع المذكرة الإعلامية؛

- مشروع الدليل؛

- معلومات عامة عن الجهة المصدرة؛

- معلومات عن التمويل؛

- معلومات اقتصادية ومالية؛

- الوثائق القانونية؛

- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.

- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة مراقبتها: تملك لجنة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة

- الانضمام إلى المؤمن المركزي قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤمن المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

- **حملة التسويق:** سعياً لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ...) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.

- **بيع السندات:** يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

- كشف النتائج في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي ونشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

-**تسوية العملية** يقوم المؤمن المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

2.4 مرحلة الإدراج

وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة.

تنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند.

كما تنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعير الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة.

3.4 مرحلة ما بعد الإدراج

وهذه هي الخطوة التي تأتي مباشرة بعد حصة التسعير الأولى للسند في البورصة وتغيراته في السوق.

- عقد السيولة يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة وال وسيط في عمليات البورصة؛ والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق

في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

- نشر المعلومات ما إن يتم تسعير السند في البورصة حتى تُصبح الجهة المصدرة مُلزمة بإطلاع الجمهور بأي تغيير أو حدث هام من شأنه، إن كان معروفاً، التأثير بشكل كبير على سعر السندات.

ويتعين عليها أيضاً إطلاع الجمهور بتقارير التسيير والكشف المالي السنوية والفصلي، وكذا إيداعها لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومرافقتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤمن المركزي على السندات.

5. مزايا ادراج الشركات في البورصة

- زيادة الموارد المالية الخاصة بالشركة، وتغيير هيكل تمويلها بالشكل الذي يسمح بنموها؛
- آلية تسمح بتخفيض ديون الشركة؛
- تحسين سمعة الشركة في الساحة المالية والتجارية؛
- تقييم الأداء الفعلي للشركة خاصة في حالة الاندماج والاستحواذ؛
- اتساع دائرة المساهمين؛
- الاستفادة من الامتيازات الضريبية والجبلائية التي يمنحها الإدراج في البورصة؛
- هذا الإجراء يساهم في دعم التسيير الجيد لإدارة الشركة من قبل مسيريها وموظفيها؛
- الإدراج في البورصة يدعم تبني حوكمة الشركات كإحدى مواصفات الشركات الناجحة.

المotor التاسع: إعادة الهيكلة

1. مفهوم إعادة الهيكلة

هي فن إعادة تصنيف وتوجيه وإرشاد جميع عمليات المنظمة وهيكلها التنظيمي بما فيها هيكل الموارد البشرية لتغيير منظومة عمل قطاع أعمال حدث عثر أو فشل مالي به.⁴⁵

⁴⁵ كمال يوس الدينى إعادة هيكلة القطاع المصرفي العربى، المنهل، 2202 ص. 1.

وتعرف أيضاً بأنها عملية تتضمن تعديل وإعادة تنظيم الهيكل الداخلي للشركة بهدف تحسين الأداء وزيادة الكفاءة. تشمل هذه العملية إعادة تقييم الأصول والديون، وتحسين الكفاءة التشغيلية، وتطوير استراتيجيات جديدة لإدارة العمليات والموارد البشرية.

2. أهداف إعادة الهيكلة

إعادة الهيكلة لها أهمية كبيرة في تعزيز استدامة الأعمال وتحقيق النجاح على المدى الطويل. من خلال تحسين الهيكل التنظيمي والعمليات التشغيلية، يمكن للشركات⁴⁶:

✓ **تحسين الأداء التنظيمي** : إعادة الهيكلة تعد إستراتيجية حيوية لتعزيز الأداء التنظيمي والكفاءة التشغيلية. تتضمن إعادة تنظيم الهيكل الإدارية والوظيفية، وإعادة توزيع الموارد بفعالية أكثر، وتحسين سير العمل الداخلي. من خلال إعادة الهيكلة، يمكن للشركات التخلص من التعقيدات الإدارية والعمليات غير الفعالة، مما يساهم في تسريع اتخاذ القرارات وتبسيط الإجراءات. علاوة على ذلك، تسهم إعادة الهيكلة في زيادة كفاءة التواصل بين الأقسام المختلفة لتعزيز التعاون والمساعدة في تحقيق أهداف الشركة بطريقة أكثر انسجاماً. النتيجة النهائية هي منظمة أكثر مرنة وقدرة على التكيف مع التغيرات السريعة وبالتالي يعزز القدرة التنافسية ويحقق نمواً مستداماً.

✓ **تخفيض التكاليف** : إعادة هيكلة الشركات تعد أداة فعالة لتخفيض التكاليف. من خلال مراجعة وتحليل الإجراءات الحالية، تتيح إعادة الهيكلة للشركات تحديد الفجوات والهدر في الموارد واستخدامها استراتيجياً. تبدأ بتقييم دقيق للهيكل الإدارية، حيث يمكن إزالة الأدوار والوظائف الزائدة التي لا تضيف قيمة حقيقية، مما يؤدي إلى تقليل التكاليف التشغيلية. بالإضافة إلى ذلك، تسهم إعادة الهيكلة في تطوير سلاسل التوريد وتبسيط الإجراءات، وذلك يساهم في التقليل من التكاليف المرتبطة بالشراء والإنتاج والتوزيع. كما يمكن أن تؤدي التغييرات في استراتيجيات الشراء وإعادة التفاوض مع الموردين إلى تحقيق تخفيضات في التكاليف. من خلال تطبيق هذه التعديلات، يمكن للشركات تحقيق وفورات كبيرة في التكاليف وزيادة ربحيتها دون التأثير على جودة المنتجات أو الخدمات.

✓ **زيادة الكفاءة التشغيلية** : إعادة هيكلة الشركات تعد إستراتيجية محورية لزيادة الكفاءة التشغيلية وتحقيق تطور ملحوظ في الأداء الداخلي. من خلال عملية إعادة الهيكلة، تقوم الشركات بمراجعة هيكلها الإدارية والعمليات الحالية بهدف تحديد نقاط الضعف والفرص لتحقيق الأداء الأمثل. تبدأ بتقييم شامل للوظائف والأدوار وهذا يساعد في إزالة التكرار وتقليل الفجوات بين الأقسام المختلفة. إعادة الهيكلة تُركز أيضاً على تبسيط الإجراءات

⁴⁶ ايمان نايلي دواوة، محفظات إعادة تطبيق إعادة الهيكلة المالية في مؤسسة عمومية اقتصادية حالة مؤسستين جزائرتين، مذكرة تخرج مقدمة من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، فرع مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2014-2015 ص 22-20.

وتطوير نظم العمل بحيث تكون أكثر توافقاً مع أهداف الشركة الاستراتيجية. تتيح العملية تحسين سلاسل التوريد، وتسريع تدفق المعلومات، وتعزيز التعاون بين الفرق المختلفة. بالإضافة إلى ذلك، تعزز إعادة الهيكلة استخدام التكنولوجيا والأنظمة الحديثة التي تدعم الأئمة. بهذه الطريقة، يتمكن المدراء والموظفو من التركيز على الأنشطة ذات القيمة العالية التي تدفع نحو تحقيق أهداف الشركة بفعالية.

✓ **إدارة التغيير التنظيمي** : إعادة هيكلة الشركات تلعب دوراً حاسماً في إدارة التغيير التنظيمي. عندما تمر الشركات بمرحلة من التغيير، سواء كان ذلك نتيجة لتطورات السوق أو استراتيجيات جديدة، فإن إعادة الهيكلة توفر إطاراً منظماً لإدارة التحولات بسلامة وفعالية. تبدأ العملية بتحديد الرؤية الجديدة للشركة وتوضيح أهداف التغيير، وبالتالي يساعد جميع مستويات التخطيم على فهم الاتجاهات الجديدة والمتطلبات المرتبطة بها. من خلال إعادة الهيكلة، يمكن تبسيط وتحديث الهياكل الإدارية لتناسب مع التغييرات الاستراتيجية، مما يقلل من مقاومة التغيير ويزيد من قبول الموظفين للتعديلات الجديدة دون تعطل في أداء الأعمال. إعادة الهيكلة أيضاً تعزز من تطوير مهارات القيادة وإعداد قادة جدد قادرين على توجيه الفرق وتحفيزها خلال الفترة. بالإضافة إلى ذلك، تساهم العملية في تحسين قنوات الاتصال والتواصل الداخلي.

3. استراتيجيات إعادة هيكلة الشركات

تتطلب إعادة هيكلة الشركات إتباع استراتيجيات متعددة لتحقيق الأهداف المنشودة. من هذه الاستراتيجيات⁴⁷:

✓ **إعادة هيكلة الأصول** : إعادة هيكلة الأصول تعتبر جزءاً أساسياً من استراتيجيات إعادة الهيكلة في الشركات، حيث تركز على استخدام الأصول المتاحة بكفاءة لتحقيق أقصى قيمة منها وتعزيز الأداء المالي للمنظمة. تتضمن العملية تقييم شامل للأصول المملوكة للشركة، بما في ذلك الممتلكات، والمعدات، والموارد المالية، بهدف تحديد الفرص لإعادة تنظيمها بشكل أكثر فعالية. أحد الأهداف الرئيسية لإعادة هيكلة الأصول هو تخصيص الموارد من

⁴⁷ <https://bp-clinic.com/> Date de consultation 10-01-2025. <https://bp-clinic.com/>

خلال التخلص من الأصول غير الأساسية أو غير المربحة. على سبيل المثال، يمكن بيع الأصول غير الضرورية مثل المبني الزائد أو المعدات غير المستخدمة لإعادة توجيه الأموال نحو مشاريع استراتيجية جديدة أو تطوير التقنيات الحديثة التي تدعم الأعمال والأهداف للشركة. علاوة على ذلك، تتيح إعادة هيكلة الأصول للشركات تطوير هيكل الاستثمار والمساهمة في تعزيز العوائد المالية وتقليل المخاطر المرتبطة بالأصول غير الفعالة. كما يمكن أن تشمل إعادة هيكلة استراتيجيات إعادة توزيع الأصول لتعزيز استراتيجيات النمو والتوسيع، مثل استثمار الأصول في تطوير خطوط إنتاج جديدة أو التوسيع إلى أسواق جديدة. من خلال هذه العملية، تمكن الشركات من تحقيق استخدام أمثل لأصولها لتعزيز قدرتها على التكيف مع التغيرات ويعزز من قدرتها التنافسية في المستقبل.

✓ **تحسين الهيكل التنظيمي**: يهدف إلى تعزيز فعالية العمل الداخلي وتعظيم الأداء المؤسسي. يتضمن هذا الجانب من إعادة هيكلة إعادة تصميم الهيكل الإداري والوظيفي للمنظمة بطريقة تساهم في تعزيز كفاءة التنسيق بين الأقسام. تبدأ العملية بتقسيم الهيكل الحالي وتحليل توزيع المسؤوليات والصلاحيات بين الإدارات والموظفين. من خلال ذلك، يمكن تحديد التحديات مثل التداخل في المهام، نقص الكفاءات في بعض المجالات، أو عدم وضوح خطوط التواصل. بناءً على التحليلات، يتم إعادة تصميم الهيكل لتقليل البيروقراطية، وتحديد الأدوار والمسؤوليات بوضوح، وتبسيط سلسلة القيادة والاتصال. تطوير الهيكل يساهم في تحقيق التوازن بين الأدوار الإدارية المختلفة، مما يعزز من قدرة الفرق على العمل بتعاون وتنسيق أكثر. على سبيل المثال، يمكن تقليل الطبقات الإدارية الزائدة التي تؤدي إلى تأخير اتخاذ القرارات.

✓ **إدارة التغيير التنظيمي**: تعد جزءاً محورياً من استراتيجيات إعادة هيكلة الشركات، حيث تركز على توجيه وتسهيل الانتقالات الكبيرة التي تواجهها المنظمات خلال عملية التغيير. تتضمن الإستراتيجية تطوير خطة شاملة لإدارة التغيير لضمان أن الانتقال إلى الأوضاع الجديدة يتم بسلامة وفعالية، مع تقليل المخاطر وتعظيم الفوائد. أول خطوة هي تحديد رؤية واضحة للتغيير وتوضيح أهدافه لكل أفراد المنظمة. من خلال تحديد ما يجب تغييره ولماذا، يمكن للقادة أن يساعدوا الموظفين على فهم الأسباب وراء التعديلات والنتائج المتوقعة. إشراك الموظفين في التغيير هو أيضاً عنصر حاسم؛ حيث يساهم ذلك في بناء الثقة وتحفيز التفاعل الإيجابي، مما يخفف من المقاومة. تتضمن إدارة التغيير أيضاً تطوير استراتيجيات تواصل فعالة لضمان أن المعلومات تُنقل بوضوح وفي الوقت المناسب. إنشاء قنوات تواصل مفتوحة وتقديم تحديثات دورية يمكن أن يساعد في الحفاظ على الجميع على اطلاع بالتطورات ويجيب عن أي استفسارات قد تطرأ.

✓ **إعادة هيكلة العمليات التشغيلية**: إعادة هيكلة العمليات التشغيلية تعتبر أحد العناصر الأساسية في استراتيجيات إعادة هيكلة التي تسعى الشركات من خلالها إلى تطوير كفاءة

أدائها وتعزيز قدرتها التنافسية وأداء الأعمال بطريقة فعالة. تتضمن العملية إعادة تصميم جميع جوانب العمليات التشغيلية، بدءاً من إدخال التعديلات على سير العمل الحالي وصولاً إلى تبني تقنيات وأساليب جديدة. أول خطوات إعادة هيكلة العمليات التشغيلية. يشمل تحليل الخطوات الإجرائية، التعرف على نقاط الضعف، وتحديد الفجوات التي تؤثر على كفاءة العمليات. من خلال استخدام أدوات مثل تحليل الخرائط العملية (Process Mapping) وقياس الأداء، يمكن للشركة الحصول على رؤى واضحة حول كيفية تطوير كل عملية من عملياتها التشغيلية. بناءً على النتائج، يتم إعادة تصميم العمليات لتعزيز تدفق العمل وتقليل الفقد. يشمل ذلك تبسيط الخطوات، إزالة الأنشطة غير الضرورية، وتطبيق أفضل الممارسات لضمان تنفيذ العمليات بفعالية وكفاءة أكثر. على سبيل المثال، قد تشمل إعادة هيكلة إدخال تقنيات الآتمتة لتسريع العمليات اليدوية، أو تطوير سلسلة التوريد لتقليل التكاليف المرتبطة بالمخزون. إدارة التغيير خلال إعادة هيكلة العمليات التشغيلية هي أيضاً عنصر أساسي في الاستراتيجية. يتطلب ذلك توفير التدريب والدعم للموظفين لضمان أنهم قادرون على التكيف مع التعديلات الجديدة، وكذلك تطوير استراتيجيات تواصل فعالة.

✓ **تحسين الموارد المالية**: يعد من الأهداف المركزية لاستراتيجيات إعادة هيكلة في الشركات، حيث يتناول كيفية الاستخدام الفعال للموارد المالية لتحقيق أهداف النمو والاستدامة. يتضمن هذا الجانب من إعادة هيكلة مجموعة من الإجراءات والتقنيات التي تهدف إلى تطوير الأعمال وتقليل التكاليف، وزيادة العوائد. أول خطوة هي تقييم الوضع المالي الحالي للشركة. يتضمن تحليل القوائم المالية، ومراجعة التكاليف الثابتة والمتغيرة، وفحص عمليات إدارة الأموال، وتحديد مصادر الإيرادات والمصروفات. من خلال التحليلات، يمكن اكتشاف المجالات التي يمكن تطويرها، مثل تقليل المصروفات غير الضرورية أو تعديل استراتيجيات التسويق. بناءً على النتائج، يتم وضع استراتيجيات لتحسين التدفق النقدي، مثل شروط الدفع مع العملاء والموردين، أو تعديل استراتيجيات إدارة المخزون لتحقيق توازن بين العرض والطلب. يشمل ذلك أيضاً تعديل أو تطوير استراتيجيات التمويل، مثل البحث عن مصادر تمويل جديدة، إعادة هيكلة الديون، أو استكشاف خيارات التمويل البديلة مثل التمويل الجماعي.

✓ **إعادة هيكلة الديون**: إعادة هيكلة الديون هي عملية مالية تهدف إلى تعديل شروط الشركة الحالية المتعلقة بالديون لرفع قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية وتجنب الإفلاس. تتضمن العملية التفاوض مع الدائنين لإعادة ترتيب الجدول الزمني للسداد، وتقليل أسعار الفائدة، أو حتى شطب جزء من الديون. يمكن أن تشمل إعادة هيكلة أيضاً إصدار أسهم جديدة للدائنين مقابل تخفيض جزء من الديون. تهدف إعادة هيكلة الديون إلى توفير سيولة مالية إضافية للشركة، وتحسين تدفقاتها النقدية، وتمكينها من التركيز على عملياتها التشغيلية بدلاً من

الانشغال بمشكلات السيولة والديون. تعتبر العملية خطوة إستراتيجية هامة لحفظ على استمرارية الأعمال في الشركة واستدامتها على المدى الطويل.

✓ **عمليات الاندماج والاستحواذ:** تعتبر جزءاً أساسياً من استراتيجيات إعادة هيكلة الشركات، حيث يتم دمج شركتين أو أكثر لتشكيل كيان واحد أقوى وأكثر تنافسية. تهدف عملية الدمج والاستحواذ إلى تحقيق العديد من الفوائد، مثل رفع الكفاءة التشغيلية، زيادة حصة السوق، وتوسيع قاعدة العملاء. من خلال الاندماج، يمكن للشركات المشتركة تحقيق وفورات الحجم، وتبادل المعرفة والتكنولوجيا، وتعزيز قدراتها المالية. إضافة إلى ذلك، تساهم عمليات الاندماج في توسيع المنتجات والخدمات، وهو ما يساعد الشركات على التكيف مع التغيرات وتعزيز قدرتها على المنافسة في بيئة الأعمال الديناميكية.

4. مزايا إعادة هيكلة الشركات

تأتي إعادة هيكلة الشركة مع العديد من الفوائد التي تعزز من قدرة الشركة على تنفيذ الأعمال وتحقيق النجاح والنمو⁴⁸:

- ✓ **زيادة الكفاءة:** تطوير العمليات والهيكل التنظيمي يؤدي إلى زيادة كفاءة الشركة.
- ✓ **تحسين الإنتاجية:** تسهم إعادة هيكلة التشغيلية في زيادة الإنتاجية وجودة المنتج.
- ✓ **تخفيض التكاليف:** يمكن تحقيق توفير مالي كبير من خلال إعادة تقييم الأصول وتخفيض النفقات غير الضرورية.
- ✓ **تحسين الاستدامة المالية:** تساهم إعادة هيكلة الديون في تحقيق توازن مالي مستدام.
- ✓ **تعزيز القدرة التنافسية:** من خلال زيادة الكفاءة والإنتاجية، يمكن للشركات تعزيز قدرتها على المنافسة.

5. خطوات تنفيذ إعادة هيكلة

يجب تدريب الموظفين وإعداد تنفيذ عملية إعادة هيكلة الشركات يتطلب اتباع خطوات مدرورة لضمان تحقيق الأهداف المرجوة⁴⁹:

- **تقييم الوضع الحالي:** يجب على الشركة معرفة الوضع الحالي لتحديد نقاط القوة والضعف.
- **تطوير خطة إعادة هيكلة:** تشمل الخطوة وضع خطة مفصلة تتضمن الاستراتيجيات والتدابير اللازمة لتحقيق الأهداف.

⁴⁸ وفاء شريف ، مواجهة العسر المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري 2012-2013، (مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخص مالية نقود وتأمينات جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم 2014-2015 ص 20-22).

⁴⁹ ايمان نابلي دواوة، نفس المرجع السابق، 2014-2015 ص 24.

- **تنفيذ الخطة**: يجب تنفيذ الخطة بشكل فعال ومنظم لضمان تحقيق النتائج المرجوة.
- **متابعة وتقدير الأداء**: تتطلب هذه الخطوة متابعة الأداء بانتظام لضمان تحقيق الأهداف وتعديل الاستراتيجيات إذا لزم الأمر.
- **إدارة التغيير**: هم للتكييف مع التغييرات الجديدة.

المotor العاشر: إعادة الهيكلة من خلال استراتيجية الاستحواذ والاندماج

الاندماج والاستحواذ كلاً منهما يعتبر أحد إستراتيجيات الشركات لتمويل وإدارة التعامل من خلال بيع أو شراء أو تقسيم أو الجمع بين الشركات المماثلة والتي يمكن أن تساعد أي مؤسسة لتنمو بسرعة في قطاعها أو في مكان المنشأ، أو في حقل جديد، دون خلق فرعيات، كيانات جديدة أو استخدام مشروع مشترك. ولقد أصبح التمييز بين "الاندماج" و"الاستحواذ" غير واضح بشكل متزايد في مجالات مختلفة (ولا سيما من حيث النتيجة النهائية الاقتصادية)، على الرغم من أنها لم تختلف تماماً في جميع الحالات. فمنذ ظهور الشركات المساهمة واستقرارها بشكلها القانوني الحالي في العالم وهي تسعى إلى السيطرة على بعضها البعض بحثاً عن زيادة الحجم لتوسيع النشاط، واكتساب الأسواق، وزيادة القدرة على المنافسة، وتحقيق الأرباح لاغراء المستثمرين. ومع منتصف القرن العشرين ظهر ذلك جلياً فيما يعرف بعمليات الاندماج والاستحواذ.

1. الاندماج

يقصد بالاندماج في اللغة "دمج الشيء في الشيء ،أي دخل واستحکم فيه" أما اصطلاحاً فيعرف على أنه انضمام شركة أو عدة شركات لبعضها البعض انضماماً تفقد فيه كل واحدة منها استقلالها وتحل محلها شركة واحد. من الناحية القانونية توجد عدة تعاريف للاندماج فهو عبارة عن فناء شركة أو أكثر في شركة قائمة، أو فناء شركتين أو أكثر وقيام شركة جديدة تنتقل إليها ذمم المالية للشركات. أما من الناحية الاقتصادية فيعرف اندماج على أنه اتحاد منشأتين أو أكثر في إيجاد مصلحة مشتركة تربط بين هذه المنشآت وذلك لغرض خلق وحدة اقتصادية أكبر تتمتع بمزايا العمل ونطاق أكثر انتشاراً. من هنا يمكن تعريف الاندماج بأنه

اتحاد للمصالح بين شركتين قائمتين أو أكثر يتم بموجبه ضم شركة أو أكثر إلى شركة أخرى، حيث تنصي الشخصية المعنوية للشركة المندمجة.⁵⁰ الاندماج بصفة عامة هو اتحاد للمصالح بين شركتين أو أكثر ينتج عنه ظهور كيان جديد أو قيام أحد الشركات، فثلاًًاً اندماج الشركة يعني دخول كلي لكيانها في شركة أخرى وبالتالي يزول كيانها القانوني وتدخل في كيان الشركة الأخرى المندمجة معها، وهذا يختلف عن تحول الشركات حيث تبقى الشركة قائمة وإنما يتغير كيانها القانوني، كما أن الاندماج ليس بالضرورة أن يكون بين الشركات من ذات النوع، فيجوز أن تندمج شركة مع أخرى من نوع آخر، سواء كان الاختلاف من حيث الأغراض أو من حيث الكيان القانوني.

2. أنواع الاندماج

يكون عن طريق الضم بحل الشركة ونقل أموالها إلى شركة أخرى قائمة أو بطريق المزج وهو حل شركتين قائمتين أو أكثر وتأسيس شركة جديدة تنتقل إليها حقوق والتزامات كل من الشركات المنحلة وهناك ثلاثة أنواع من الاندماج:

- **الاندماج الأفقي:** وهو اندماج يحدث بين مؤسستين تعملان في نفس النشاط الاقتصادي لتحقيق اقتصاديات الحجم، ويخلق قوى احتكارية للشركة المندمجة، مثل اندماج مؤسستين لصناعة الأدوية، كما يمثله الشكل أدناه:⁵¹



- **الاندماج الرأسي:** هو اندماج يحدث بين مؤسسات تعمل في أنشطة اقتصادية مكملة، لتحقيق اقتصاديات التقنية الحديثة مثل تجنب تكاليف معينة مثل تكلفة النقل أو تكلفة التعاقد، ويخلق هذا النوع من الاندماج التكامل في الإنتاج مثل اندماج شركة محاجر مع مصنع أسمنت.

⁵⁰ محمود أحمد التوني، **الاندماج المصرفى**، الطبعة الأولى، دار للنشر و التوزيع، مصر، 2007 ص 20
 Kumar 2019, « **Research Meterodology : Astep-by-step quide for Beginners** » sage⁵¹ vol (4) publication limiters pp17

-**الاندماج المتعدد:** وهو اندماج يتم بين شركات لها أنشطة اقتصادية مختلفة، فقد يكون بغرض زيادة تنوع المنتجات أو الامتداد الجغرافي للسوق أو بغرض التوسيع البحث بأنشطة غير مرتبطة ببعضها.

- فضلاً عن ذلك هناك من يصنف عمليات الاندماج حسب طبيعة إتمام الصفقة إلى:

-**الاندماج الودي:** ينتج بعد توافق إرادة كل الأطراف و إتخاذ القرار المشترك بين مجالس إدارة الشركات المندمجة و ذلك لتحقيق مساع مشتركة.

-**الاندماج العدائي:** على خلاف الاندماج الودي فهو إندماج قسري يحدث عندما تتمكن أحد الشركات السيطرة على إدارة منشأة صغيرة بفضل إمكانياتها و قدراتها الجيدة، لذلك تسعى إلى هذا النمط المنشآت الناجحة . ومن تم يعتبر العديد من الاقتصاديين أن الاندماج الودي ".

Acquisition⁵²

والاندماج العدائي إستحواذاً "Fusion" ، وخلال بحثنا هذا و نظراً لعدم تمييز الكثير من الاقتصاديين و الباحثين بين عمليات الاندماج و الاستحواذ للتقريب الكبير بين المفهومين خاصة عند اهمال كيفية اتمام الصفقة و العلاقة بين الاطراف المعنية بالعملية ، فإننا سنعتبر كلاهما عمليات تجميع تدرج تحت إطار عمليات لقد تعددت التدابير التي توفرها هذه العمليات و كذا مختلف الدوافع التي تم شرحها في النقاط السابقة، حيث يوفر الاندماج أرباح ناتجة عن الكفاءة التقنية و الاقتصادية، السلطة على السوق.

3. الاستحواذ

⁵² طهرواوي دومة علي، تسير واستراتيجية مالية، مطبوعة بيداغوجية، جامعة غليزان، 2022/2023، ص 110

فالاستحواذ هو عملية الشراء الذي تقوم به شركة واحدة (المستحوذة) من جزء كبير من الأصول أو الأوراق المالية لشركة أخرى (المستهدفة) وقد يكون الشراء جزء معين من الشركة المستهدفة أو جزء كبير. أو جميع الشركة المستهدفة⁵³.

4. الفرق بين الاندماج والاستحواذ

على الرغم من تشابه الإستراتيجية عقود الاندماج والاستحواذ، من حيث دور الوسطاء، ومعايير تقييم الأصول، وإعداد الترتيبات الخاصة بتحديد مصير العقود المرتبطة بتلك الشركات، وحصص المساهمين، إلا أن هناك معياران للتفريق بين الاندماج والاستحواذ هما:

-**المقابل الممنوح**: إذا كان المقابل المدفوع لمالكي أسهم الشركة مال أي ثمن وليس حصة اعتبرت العملية استحواذ وليس اندماج، أما إذا كان المقابل حصة فهو اندماج وليس استحواذ.

-**مال الشركة**: إذا لم تتقاضي الشركة بعد شراء شركة أخرى لأسهمها تكون العملية استحواذ، أما إذا تم إنشاء شركة جديدة فالعملية اندماج.

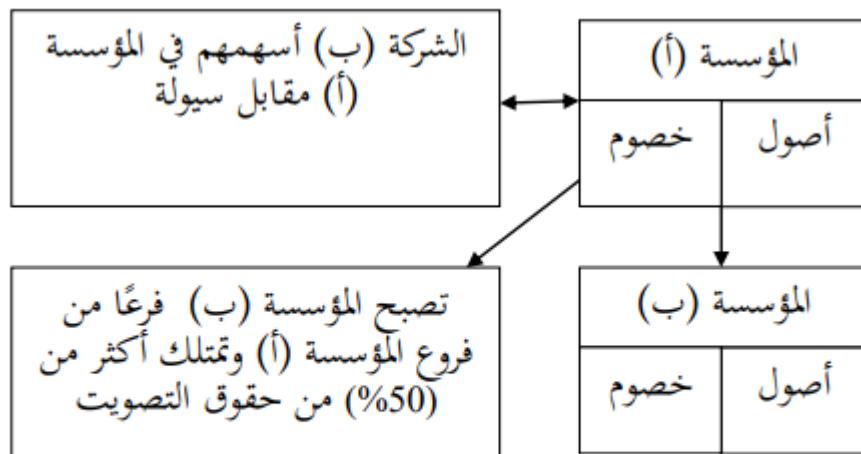
5. أساليب الاستحواذ

✓ شراء الأسهم

عملية الاستحواذ يف هذه الحالة تتم عن طريق قيام المؤسسة المستحوذة بشراء أسهم الشركة المستهدفة عن طريق أسواق رأس المال.

شكل رقم(11): الاستحواذ عن طريق شراء الأسهم

Malikov, k, Man son, S, and Coakley.J (2018), «Earning managements using classification shifting of revenues», The British Accounting Review, 50(3), 291-305.



المصدر:

Olivier. M, Guilleume. S, « Fusions Acquisition Stratégie », finance Management, 3ème édition Dunod, Paris 2009, p62

✓ **تبادل الأسهم** : هو عبارة عن عمليات سيطرة تقوم بها شركات ذات أسهم، وذلك من خلال تقديم عرض إلى حملة أسهم تلك الشركات ، ويتضمن هذا العرض مبادلة أسهم الشركة المستهدفة بأسهم الشركة الراغبة في السيطرة من أجل من أجل إتمام العملية و تعويض المساهمين في الشركة المستهدفة الذين دخلوا في العملية ، تقوم الشركة الراغبة في السيطرة برفع رأس المالها من خلال إصدار أسهم جديدة تستخدم في عملية التبادل مقابل أسهم الشركة المستهدفة الذين دخلوا في العملية ، تقوم الشركة الراغبة في السيطرة برفع رأس المالها من خلال إصدار أسهم جديدة تستخدم في عملية التبادل مقابل الشركة المستهدفة ، وعلى هذا الأساس يصبح المساهمين في هذه الأخيرة مساهمين في الشركة الراغبة في السيطرة في حين تتحول شركتهم إلى فرع تابع للأولى ،في الواقع العملي يمكن أن تشكل هذه العمليات مقدمة لعمليات اندماج فعلية بين الشركاتين ،وهو الأمر الذي يستدعي ضرورة انسحاب الشركة المستهدفة من البورصة ،في حالة كونها شركة مسيرة قبل عملية الاندماج .هذه العمليات على خلاف عمليات الاندماج ،ال ت треб دمج أصول و خصوم الشركاتين المعنيتين وال ينجر عنها تأثيرات كبيرة على الأصدعه المحاسبية ،والضرورية والاجتماعية . فهي ال تؤدي إلى اختفاء الشركة المستهدفة.

✓ **شراء الشركات باستعمال أثر الرفع (LBO)**

وهذا ماس يتمتناوله في المحور الموالي

المحور الحادي عشر: إعادة الهيكلة من خلال استراتيجية إعادة الشراء باستخدام أثار الرفع Ibo

إن العمليات المالية الخاصة التي سنعالجها في هذا البحث، لها علاقة مباشرة مع مفهوم التحكم أو السيطرة. إن الدوافع التي تخلق هذا النوع من العمليات، المترجمة في معظم الحالات بإعادة شراء مؤسسة أو بتوسيع خارجي، تكون إقتصادية و مالية. تعتبر الدوافع الإقتصادية عوامل طبيعية للتوسيع الخارجي. تظهر هذه الدوافع في عدم قدرة المؤسسة على زيادة أو على الأقل الإحتفاظ بحجم نشاطها (رقم أعمال، أرباح) و ذلك في ظل تسييرها لمنتوجاتها العاديّة.

يبرر كذلك (التوسيع الخارجي) بالإرادة في إقتحام أسواق أجنبية بنجاح، بسرعة و بمخاطرة قليلة، وذلك بواسطة إعادة شراء مؤسسات موجودة من قبل في الأسواق المرجوة.

يمكن لها أخيراً أن تجد نفسها أمام فرصة شراء منتجات ذو سمعة جيدة.

ترتبط الدوافع المالية بصفة عامة بإمكانيات حدوث سوء تقييمات (بالنقصان) لأسهم الشركة المستهدفة.

يمكن كذلك أن يكون لها كهدف الإقفال البورصي لهذه الشركة.

كما هو الحال في المؤسسات التي يجب إعادة هيكلتها و التي تعيش عرض عمومي للشراء (OPA) من طرف المساهم الذي يملك الأغلبية.

الهدف المعطى عاماً هو القضاء على التسعييرة. يمكن أخيراً ذكر نوعين من التظافر/الإنسجام التي هي أساس العمليات الخاصة: التظافرات أو الإنسجامات المالية و الجبائية. تحتاج هذه التحكّمات أو السيطرات على تركيبات خاصة.

سوف ينظم مخطط هذا الفصا حول مختلف التقنيات، الأدوات و الميكانيزمات التي تسمح بتطبيق إستراتيجيات السيطرة أو التحكم.

الشركات القابضة ثم دراسة Leverage buy out (LBO) و مشتقاته . أما الجزء الثالث فسيتطرق إلى العرض العمومي. و أخيراً سيهتم الجزء الرابع بمشكلة الاندماجات و الإحتواءات.

1- مفهوم المجموعة و الشركة القابضة:

1-1- تعريف المجموعة:

تعرف المجموعة بأنها عدة شركات تملك كل واحدة منها كياناً قانونياً ذاتياً، والتي لها علاقة برأس المال بصفة مباشرة أو غير مباشرة، حيث تسيطر أو تتحكم واحدة منهم على المجموعة، وتسمى هذه الأخيرة بالشركة الأم.

لقد نشأت المجموعة قبل كل شيء من واقع إقتصادي حاول التشريع تعريفه منذ عدة سنوات. لقد ظهرت عدة تعريفات دقيقة للمجموعة مقارنة بمختلف المشاكل الناتجة عن التجميع (Consolidation) مثلاً، وذلك في الميدان المحاسبي و الجبائي.

من الجانب الإجتماعي كذلك، سبقت حالات قضائية مستجدة القرارات القانونية الخاصة بإنتماء الأجراء إلى المجموعة بدلاً من إنتماءهم إلى الشركة.

يجب أن نكون حذرين مع لفظ "السيطرة أو التحكم" المستعمل في التعريف.

فيما يخص شركات المساهمة (Anonyme)، ومن الوجهة القانونية، فإن ثلثي (3/2) رأس المال يعطى الأغلبية المطلقة، أكثر من 50% الأغلبية البسيطة و أكثر من الثالث (3/1) الأقلية الموقعة.

من الجانب الاقتصادي، يرتبط مفهوم السيطرة أو التحكم بالعتبرة التي تمكن من التحكم أو السيطرة الحقيقة، وهو يكون حسب توزيع رأس المال في الجمهور.

و بالتالي فإن شركة ممتلكة لـ 45% من أسهم شركة مسيرة في البورصة (ـ 55% من أسهم هذه الأخيرة موزعة على هيئة عمومية بـ 15% و على الجمهور بـ 40%) ستكون متحكمة أو مسيطرة على هذه الشركة

1-2-1. الأشكال المختلفة التي تأخذها المجموعة:

يمكن تصنيف مختلف المجموعات حسب الأهداف التي دفعت إلى تكوينها، وذلك كما يلي:

- المجموعات التي تتبع هدف التمركز العمودي (البترول).
 - تلك التي تبحث عن تمركز أفقي (Peugeot SA).
 - المجموعات التي تقام فيها النشاطات على توازي، دون أن يكون رابط بينها.
 - المؤسسات المتعددة الجنسيات التي تعطي فرص في الأسواق الأجنبية.
- بالتحكم أو بالسيطرة على مجموع الفروع، ستكون الشركة القابضة أداة تنظيم إقتصادية للمجموعة.

1-3-1. الشركات القابضة: (Holding)

يوجد مصدر هذه الكلمة (Holding) الأنجلوسаксونية في الفعل to hold و الذي يعني قبض. تمتلك الشركة القابضة إذن مشاركات أو مساهمات في مؤسسات أخرى.

ولكن لا تتوقف نشاطاتها في تسيير محفظة من الأصول المالية فقط، بل أنها غالباً ما تقوم كذلك بتحجيم المساهمين الذين يشاركون في تسيير المجموعة.

1-3-1. خصائص الشركات القابضة:

تتمثل الخصائصتين الرئيسيتين لشركة قابضة في أنها تسمح بأخذ، بالإحتفاظ أو بزيادة السلطة أو التحكم، مع تحقيق أثر عالي لرافعة رأس المال.

مثال لزيادة السلطة أو التحكم:

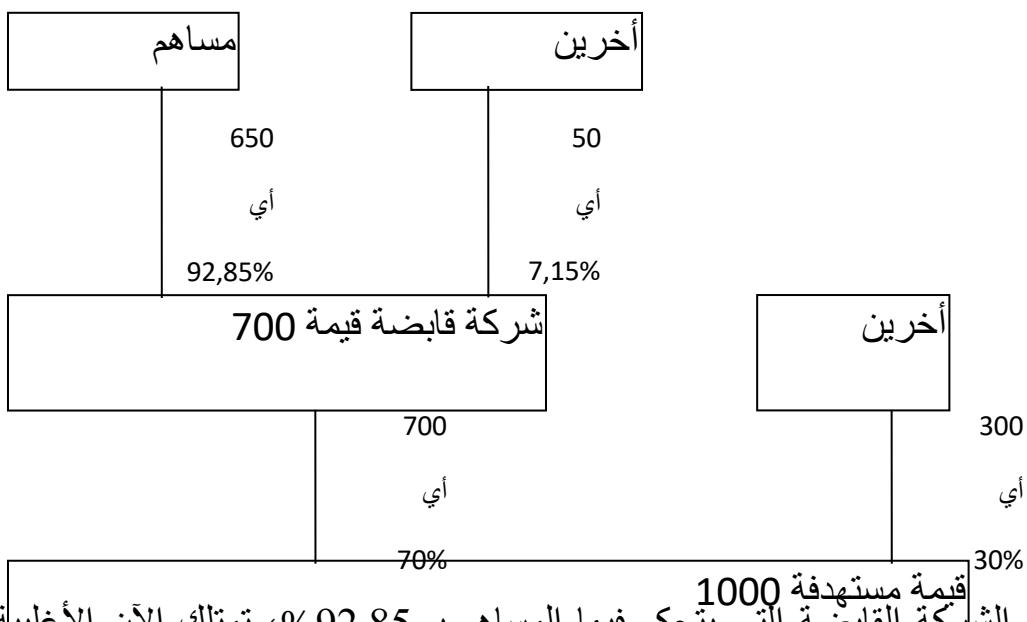
إن الشكل 1.20 سيسمح بفهم الحلول المقدمة لمشكل السلطة أو التحكم عن طريق تكوين شركة قابضة. نفترض شركة مستهدفة X مقيمة بـ 1000.

يريد مساهم فيها أن يتحكم عليها بـ 650.

إذا أجزت العملية، لن يتحصل المساهم على الأغلبية الكبرى (66,67%).

و لكن يستطيع المساهم الوصول إليها، كما يبينه الشكل 1.20 بإنشاء شركة قابضة، وذلك دون اللجوء إلى الإقراض.

الشكل رقم (12): شركة قابضة و سيطرة / تحكم



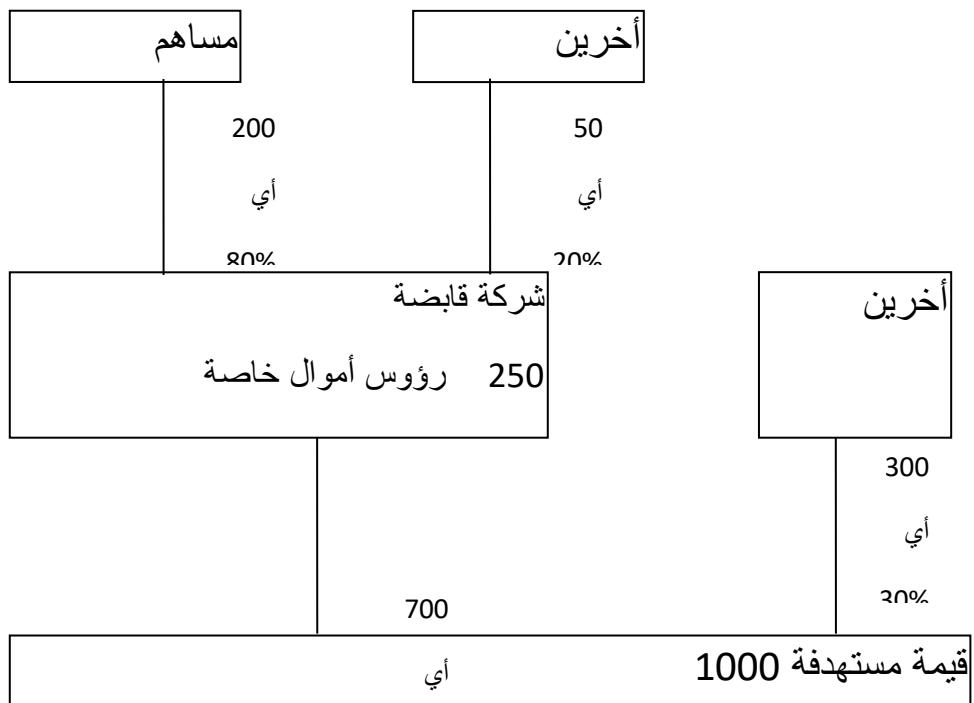
الشركة القابضة التي يتحكم فيها المساهم بـ 92,85%， تمتلك الآن الأغلبية الكبرى في الشركة المستهدفة بـ 70% من هذه الشركة. لم يستثمر المساهم إلا 650. بقيت مساهمته الشخصية مقدرة بـ 65%， أي $70 \times 92,85\%$

رافعة رأس المال:

لنفترض الأن أن هذا المساهم لا يملك إلا 200، يمكن اللجوء إلى نفس التركيب و لكن بالجوء إلى الإقراض على مستوى الشركة القابضة⁵⁴.

⁵⁴ طهراوي علي دومة، مرجع سبق ذكره، ص108.

الشكل رقم 13: شركة قابضة مفترضة و التحكم/السيطرة



بهذه الطريقة، المساهم الذي يمتلك حقيقة رأس مال يقدر بـ 200، و الذي يمثل 20% من الشركة المستهدفة، يتحكم و يسيطر بفضل الشركة القابضة على 70% من تلك الشركة.

تقدر مساهمته الحقيقية بـ $56\% = 70\% \times 80\%$.

و بالتالي، فينفس المقدار، مردودية أمواله المستثمرة ستكون أعلى عن حالة عدم وجود شركة قابضة، فيتحصل فعلاً على حق أكثر في الأرباح.

لقد شرحنا هكذا ميكانيزم أثر الرافعة.

تكون الشركات القابضة مناسبة بالخصوص لكل تركيب مع أثر رافعة.⁵⁵

1-3-2- أشكال الشركة القابضة:

خارج نطاق التوسيع الخارجي أين تكون الشركة القابضة لشراء مؤسسة، تكوين شركة قابضة هو تقرع يظهر عامة في شكلين:

- من الأسفل

- من الأعلى.

أ. الشركة القابضة من الأسفل:

⁵⁵ طهراوي علي دومة، مرجع سبق ذكره، ص 109.

إن تكوين شركة قابضة من الأسفل لا يناسب مع تقديم الأسهم، وإنما يتناسب مع تقديم ممتلكات للفروع.

يعود هذا التكوين إذن إلى تحويل، عن طريق تفكيك (Scission) أو تقديم جزئي لأصول أو لعدة فروع نشاط لمؤسسة، إلى واحدة أو لعدة شركات أخرى.

إن تكوين شركة قابضة من الأسفل لا يغير الحالة الأصلية للمساهمين.

حيث أنه يتم تكوين فروع، التي يقدم لها ميادين نشاطات كاملة مقابل إعطاء حصص أو أسهم للشركة المقدمة و التي ستكون الشركة القابضة.

إذن، فتكوين شركة قابضة من الأسفل لا يستطيع أن يتحقق إلا عندما تزاول الشركة عدة نشاطات مختلفة تحت نفس الكيان القانوني.

يمكن تطبيق النظام الجبائي المشجع للإنتماجات بدون أي معارضة، على الخيار.

لقد وضع هذا النظام حتى لا تعرف العملية أثرا جبائيا.

يجب تطبيق الشروط التالية:

- يجب أن تتمثل الحصة في ميدان نشاط كامل.

- لا يمكن التنازل عن الفرع الجديد المكون هكذا قبل خمس سنوات.

إن النظام الجبائي للقانون العام يؤدي إلى خضوع القيم المضافة في الشركات الأصلية لرسوم تؤول إلى المعدل العادي.

بـ- الشركة القابضة من الأعلى:

يتم إنشاء شركة قابضة من الأعلى عن طريق تجمع يتم في نفس الشركة الواحدة بين المساهمات الممتلكة من طرف عدة شركاء في مؤسسة أو عدة مؤسسات أخرى.

يقوم الشركاء بتقديم حقوقهم لمؤسسة موجودة أو مكونة لغرض العملية (في غالب الأحيان تكون مكونة).

ستصبح هذه الأخيرة شركة قابضة، وتحصل الشركاء بالمقابل على حقوق مصدرة من الشركة القابضة.

يستطيع هؤلاء الشركاء المقدمين للمساهمات أن يتمركزوا تحت نظام مشجع للإنتماجات (تقديم ميدان) للتهرب من وقوع ضريبي مباشر.

يتم ذلك بقبول (أو بدونه) بشرط أن:

- تسمح المساهمة بالتحكم في أكثر من 50%.

- تحفظ الأسهم المتحصل عليها كحصص أرباح خلال 5 سنوات.
- تحسب القيمة المضافة الناتجة عن التنازل عن هذه الأسهم، مسبقاً بالرجوع إلى سعر العائد الأصلي للمساهمات.

3-3-1- أنواع الشركات القابضة:

يمكن التفرقة عامة بين 7 أنواع، حيث يقف إستعمالها على جبائية البلد الذي تقع فيه.

نجد على التوالي:

- الشركة القابضة المتحكمة (المسيطرة) التي تهدف إلى التحكم على مؤسسة أو عدة مؤسسات عن طريق أخذ مساحمات بسيطة أو متقطعة.

يمكن وضعها على رأس مجموعة لتنسيق وترشيد نشاطات هذه الأخيرة.

- الشركة القابضة المملوكة التي تهدف إلى تركيز المداخل من أجل إعادة الاستثمار بطريقة تحقق الجبائية الأمثلية، أي بانخفاض أو إلغاء الأثر الجبائي على المداخل.

- الشركة القابضة المتحكمة (المسيطرة) الموظفة لإعادة شراء مساحمات، تكون في معظم الأحيان من أجل سريتها (حيث يستطيع المساهمون أن لا يظهروا في رأس المال) و كذلك حل بعض المشاكل الناتجة عن الإحلال / التنازل (Succession).

- الشركة القابضة للتوظيف التي غالباً ما تسير أصول مالية، وهي مبحوثة لنظامها الجبائي.

- الشركة القابضة المسيرة للبراءات و العلامات، التي تستغل هذه البراءات و العلامات و التي تأخذ مداخلها من رخص الإستغلال.

- الشركة القابضة للإنطلاق المستعملة لإنشاء مؤسسات تجارية، حيث تقوم باكتتاب أسهمها عند الإنشاء.

- الشركة القابضة العقارية، التي تهدف إلى إنشاء و تسيير ممتلكات عقارية.

إن الإختيار بين شركة من هذه الشركات يعطي في غالب الأحيان الشكل الاجتماعي الذي تأخذ.

4-3-1- الشكل الاجتماعي:

يوجه خيار الشكل الاجتماعي بعنصرين: الدور المنووح للشركة القابضة و عدد المساهمين الذين لهم علاقة فيها.

في حالة ما إذا كونت الشركة القابضة من أجل الوصول إلى جبائية أمثلية في المجموعة، يوجد عنصر ثالث مهم و هو النظام الجبائي المرجو.

إن مختلف أشكال الشركات التي نجدها تكون شركات رؤوس أموال و شركات أشخاص:

- إن شركة الأموال (شركة مساهمة أو شركة مسؤولية محدودة) مناسبة بالخصوص عندما نريد إدخال مساهمين جدد.
 - إن الشركة ذات الشكل المدنى ناتجة غالباً عن شركات قابضة عائلية.
- يقدم هذا النوع من أشكال الشركات عدة محسنات، كإمكانية تطبيق تفرقة، بين الملكية و السلطة، وخاصة إمكانية القيام بتحويل للملكية بسهولة.
- شركة التضامن، التي بالإضافة إلى محسناتها الذاتية (الداخلية) ⁽¹⁾ ، تفرق الحقوق والإلتزامات عن المساهمات بالأموال.
- تطبق شركة التضامن على مستوى الفروع أكثر من تطبيقها على مستوى الشركة القابضة، وذلك لأنها تسمح بتحقيق الشفافية الجبائية.
- وأخيراً شركة التوصية بالأسماء، التي تعزل بجدية الشركاء المتضامنين من الموصون.
- سوف ننطرق إلى الجوانب الجبائية و إلى بعض التمويلات الخاصة بالشركات القابضة مع التركيبات التي ستدرس.

2- إعادة شراء مؤسسة مع أثر الرافعة : LBO و RES :

لقد تم تطوير عدة تقنيات مالية تسمح بإعادة شراء مؤسسة من طرف أشخاص طبيعية لا تملك موارد مالية و لا أنظمة جبائية للشركات. هذه التقنيات معروفة تحت إسم : (LMBO)Leverage management buy out و (LBO)Leverage buy out

2-1- أثر الرافعة القانونية و المالية :LBO

إن التطور الأخير الذي حدث في الحيارات مع أثر الرافعة ناتج عن الأوضاع الحالية: إن إشباع الأسواق يحد لمؤسسة فرص توسيعها بصفة داخلية، وبالتالي فيتطلب تطورها عن طريق التوسيع الخارجي.

2-1-2 تعاريف و مبادئ:

إن الحيارات التي تكون عامة مكلفة للمؤسسة أصبحت مسهلة باستعمال أثر الرافعة الذي يسمح بتقليل مبلغ الاستثمار اللازم للتحكم في مؤسسة أخرى. نفرق بين نوعين من أثر الرافعة:

⁽¹⁾ تقوم شركة التضامن نفس خصائص شركة الأشخاص يشترط أن تكون من شخصين على الأقل و لا يشترط أي مقدار أدنى لتكوين رأس المال الجماعي.
تلعب شخصية كل شريك دور رئيسي. وهو مسؤول بصفة دائمة و متضامنة عن ديون الشركة.

- أثر الرافعة القانونية الناتج عن تطبيق تقنيات مختلفة تسمح لمستثمر أن يتحكم في شركة دون أن يملك أغلبية رأس مالها.

- أثر الرافعة المالية الذي يقوم على الإستعمال المكثف للإقتراض من أجل زيادة مردودية الأموال الخاصة المستثمرة في المؤسسة.

إن مبدأ LBO بسيط: سوف تكون شركة قابضة، وستفترض من أجل إعادة شراء أغلبية أسهم الشركة المستهدفة.

تسدد القروض بعد ذلك عن طريق حرص الأرباح التي تقدمها الشركة المستهدفة للشركة القابضة. يجب التمييز بين LBO وتقنيات إسترجاع مؤسسة في حالة سيئة:

فعلا، نظراً لأهمية حرص الأرباح التي يجب أن توزعها الشركة المستهدفة للشركة القابضة، فإن الشركات التي يستطيع أن يتم الحيازة عليها مع أثر رافعة هي الشركات ذات الصحة الجيدة فقط.

2-1-2- مثال :

يمتلك مستثمر 1000 و يريد التحكم في شركة مستهدفة قيمتها 10.000.

سوف يكون هذا المستثمر الذي سنسميه T شركة قابضة H التي ستشتري 50.01% من أسهم الشركة المستهدفة بقيمة $50.01\% \times 10.000 = 5010$.

لتشكيل شركته القابضة، سيفتح T رأس ماله لأشخاص خارجية، ولكنه سيعمل على البقاء كمالك للأغلبية.

و بالتالي سيكون رأس المال الاجتماعي للشركة القابضة $= 50.01/1000 = 1999,6$.

أي 1000 يقدمها T و 999,6 مقدمة من طرف المساهمين الآخرين.

من أجل شراء 5010، ستفترض الشركة القابضة الأموال التي تحتاجها (الباقية)، أي: $5010 - 1999,6 = 3010,4$ ستفترضها.

تدفع الشركة القابضة الديون التي تحملها تدريجياً بواسطة حرص الأرباح التي ستوزعها عليها الشركة المستهدفة.

بفضل إستعمال LBO، يسيطر T قانونياً على الشركة المستهدفة بـ 10% فقط من القيمة الإجمالية لهذه الشركة.

2-2- أثر الجباية على الشركة القابضة:

إن إعادة الشراء مع أثر الرافعة بواسطة شركة قابضة لا يكون مثيراً من الوجهة الجبائية، إلا إذا تحقق الشرطين التاليين:

- يجب أن يتم إعادة رفع نتائج الشركة المستهدفة بأقل خسارة جبائية.
- يجب أن تسمح القروض التي تحملتها الشركة القابضة بتحقيق تخفيض جبائي.

تتموّق الديون قانونياً في الشركة القابضة، وبالتالي فإنه يتم على هذا المستوى تطبيق التخفيض الجبائي على فوائد القروض، و ذلك تحت شرط أن تمتلك الشركة القابضة مداخل خاضعة للضريبة.

التدخل الجبائي:

مثلاً فتناً نجد أنه أدخل قانون المالية في فرنسا مفهوم التدخل الجبائي.⁽¹⁾

إذا ملكت الشركة القابضة 95% من أسهم فرعها، فإنه تستطيع أن تكون مجموعة تداخل جبائي. تصبح الشركة القابضة هي الوحيدة الدائنة للضريبة، على أساس نتائجها و نتيجة فرعها (بعد التعديلات).

يسمح النظام الجبائي للتداخل للشركة القابضة أن تنقص الفوائد على القروض التي تحملتها لإعادة شراء الشركة المستهدفة.

يسمح النظام إذن بتقاديم خسارة العجز الجبائي الناتج في الشركة القابضة و ذلك بالمقاصدة مع أرباح الفرع.

3- التركيب المستعمل للقيام بـ LBO

بصفة عامة، تمتلك الأشخاص الطبيعية موارد محدودة لشراء أو التحكم في شركات.

يسمح التركيب المستعمل للقيام بـ LBO بشراء الشركة المستهدفة اليوم، مع الموارد التي ستنتجهها هذه الأخيرة غداً.

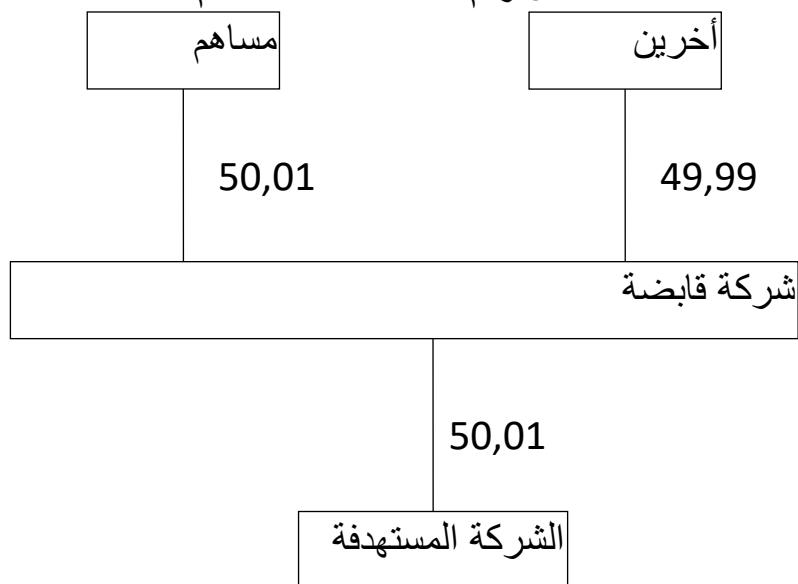
بتعبير آخر، سوف يجعل الشركة القابضة دائنة، حيث ستسدد هذه الأخيرة ديونها بفضل زيادات حصص أرباح الشركة المستهدفة.

3-1- تخفيض المساهمة الشخصية للمسترجعين:

يسمح التركيب LBO بتحفيض المساهمة الشخصية للمسترجعين.

فكمما يبينه الشكل 3.20، يستطيع شخص يريد التحكم في شركة مستهدفة (50,01%)، بوساطة شركة قابضة، لا تلجم إلى المديونية، أن يخفض مساهمته الشخصية إلى 01,25%.

⁽¹⁾ يوجد التداخل الجبائي في دول أخرى بمعدلات سيطرة مختلفة: مثلاً في الولايات المتحدة الأمريكية تساوي عتبة التداخل الجبائي 80% مقابل 75% في إنجلترا و 51% في المانيا.

الشكل رقم 14: سلسلة التحكم

يسمح هذا النوع من التركيب بجدولة عدة شركات قابضة الواحدة بالنسبة للأخرى. و يقدم ذلك للمسترجع إمكانية الإقتراض الشخصي، وذلك لإنشاء و تأكيد وضع الأموال الأولية.

2-3-2- الإستفادة من تخفيض المصارييف المالية:

إذا كانت المصارييف المالية المتحملة شخصيا من طرف مسترجع غير قابلة للتخفيض، فإن تلك المصارييف المرتبطة بالمديونية المتحملة من طرف الشركة القابضة قابلة للطرح من القاعدة الخاضعة، وذلك طالما كانت تمتلك الشركة القابضة منتجات خاضعة للضريبة على الشركات.

2-3-3- التمويل "Mezzanine":

توظف التمويلات المسمى "Mezzanine" بكثرة في عملية LBO.

تعتبر هذه التمويلات، المسمى كذلك المطيعة⁽¹⁾ ، رؤوس أموال لقروض، التي يجب إدخالها بين الأموال الخاصة و الديون، وذلك طالما تكون مخاطرهم وسيطة بين الإثنان.

تقدم هذه التمويلات دون ضمانات، وهي عادة تابعة لقرض بنكي كلاسيكي معروف كـ "Senior".

يقدم هذا النوع من التمويلات عدة محسنات لكل من الهيكل المصدر لها و المؤسسة المستقبلة. بالنسبة للأول (الهيكل المصدر لها)، إذا كانت المخاطرة كبيرة، فالعائد المباشر يكون كذلك. و يستطيع أن يكون أكبر، إذا كان بالإضافة إلى العائد يوجد إصدار لسندات الإكتتاب.

⁽¹⁾ إن قواعد الطاعة تعطي للدين درجة أقل مقارنة بحقوق أخرى.

من جهة أخرى، توثق هذه التمويلات القروض المسممة "Seniors"، التي تصبح بذلك أقل مخاطرة. بالنسبة للمؤسسة المستقبلة، تحسن هذه التمويلات من جهة، مردودية المؤسسة (مصاريف مالية أقل)، ومن جهة أخرى، تسمح بتحسين مردودية الأموال الخاصة بوساطة أثر الرافعة.

إن الهياكل التي تعبر عن التمويلات *Mezzanines*، القليلة التوظيف حتى الآن في فرنسا، تكون إما قروض أو أسهم.

نجد عامة حسابات جارية للشركاء مجمدة، سندات قابلة للتحويل، سندات إلى سندات إكتتاب (*obligation à bon de souscription*)، لجوءات بنكية (التي قد تتبع بسندات إكتتاب) (*concours bancaires*)

3- العروض العمومية :

أنجلوساكسونية الأصل، يعرف العرض العمومي للشراء *OPA* أو التبادل *OPE* بأنه الطريقة التي تسمح لشخص طبيعي أو معنوي أن يعلم علانياً مساهمي شركة، بأنها قابلة بالحيازة على أسهمهم بسعر محدد، أعلى من السعر البورصي. الهدف المنشود هو السيطرة أو التحكم فهي وسيلة أساسية لتقرب المؤسسات (توسيع خارجي)، ذلك حتى وإن كانت العملية في البداية لها هدف مالي بحث.

3-1- طرق العرض العمومي:

يمكن تصور حالتين:

- الحيازة الكلية أو الجزئية لشركة غير مسورة في السوق المالي التقارب يحدث هنا بصدقة بمعنى باتفاق الجهات المعنية، إلا في حالة شراء شركة في حالة تصفيه.

- إعادة شراء في البورصة لجزء أو كل الأسهم المسورة، في هذه الحالة، يمكن أن يحدث التقارب بصدقة أو بدونها.

بالنسبة للطريقة الثانية توجد إجراءات قانونية:

- عرض عمومي لشراء أو عرض عمومي لتبادل،
- التنازل عن مجموعات مسيطرة،
- الإنقاط في البورصة.

3-2- العروض العمومية للشراء أو التبادل:

الأشخاص الذين يقومون بعرض عمومي كثيرون و لكن أغلبيتهم تتمثل في مساهمين، أجراء و مسirين.

3-2-1- المتعاملين:

أ- المساهمين: لقد إعتبر المساهمون خلال فترة طويلة مستقدون رئيسيون من هذه العملية، ومازال الحال هكذا لبعضهم حتى الأن. من البديهي أنه قبل كل عملية مالية يقع المساهمون تحت إهتمام خاص من طرف الممسيرين وبالتالي يتحصلون على دور الشراكة الحقيقية في المؤسسة.

إن سياسة العلاقة المتتبعة مع المساهمين مبنية على الثقة و هي تبقى أحسن دليل ضد الـ OPA.

نجد مثلاً إذا إستفادوا من سعر تنازل أحسن في إطار عرض عمومي عن ذلك المتحصل عليه في حالة إندماج كلاسيكي، مشكلة الأقلية كانت مطروحة. بالفعل كان القانون يجبر كل مشتري الذي تجاوز لوحده أو مع آخرين عتبة 1/3 من رأس المال أو من حقوق التصويت، أن يقدم عرض عمومي على 2/3 رأس مال الشركة المستهدفة على الأقل وبالتالي لم يكن مجبى بالإحتفاظ على تسعير عرضه لكل الأسهم. لكن بما أن الشركة المشترية، لم تكون مجبة إلا على شراء 2/3 من رأس المال بعد أخذ مساهمتها بعين الاعتبار.

أصبح العرض محدود بـ 1/3 من رأس المال على الأكثر. معدل تخفيض الأوامر، أي طلب غير مرضي، كان يمكن أن يكون هام.

منذ 18 مارس 1992، يجب أن تشمل العروض العمومية للشراء على 100% من رأس المال. يضمن الإطار القانوني للشركاء:

- التساوي أمام المعلومة، يجب أن يقدم البادئ لمساهمي الشركة المستهدفة كل معلومة تمكنهم من إتخاذ قرار موضوعي.

- التساوي أمام الأسعار، في حالة مزايده، يطبق كذلك العرض الجديد على الذين تنازلوا على الأسهم.

- التساوي أمام الكميات، لما يفوق عدد الأسهم المقدم الحد الأعلى المحدد من طرف البادئ. في إطار OPA جزئي، يطبق تخفيض على عدد الأسهم المقبولة بصفة تتناسبية على كل الباعة.

العيوب الوحيدة لهذا القانون الجديد يمكن في تطور نظام جد صارم و إمكانيات إستراتيجيات ضدـ OPA التي تنتج عنه. هذه الأخيرة لا تشجع العمليات الغير المربحية و تحرم وبالتالي بعض المساهمين من فرص ربح مقدمة من العروض العمومية.

بـ- الأجراء: العديد من الدراسات التي أجريت في و.م.أ. منذ السبعينات، و خاصة دراسات جامعة Michigan ، بينت إحصائياً أن العروض العمومية للشراء لا تؤدي إلى خسارة في الثروة و لا إلى تهديم في التشغيل. و لكن تؤدي في الأسواء إلى تحويل الثروة. يظهر إذن أن تخفيفات الإجراء تكون في الغالب ناتجة عن مناورات الإداره، خاصة في حالة OPA عدائية. في كل الحالات يتركـ OPA للإجراء شعور بأنهم غير معنيين بالعرض. في الغالب لا تعطى لهم ولا معلومة حول مستقبلهم، بما في ذلك الحفاظ على مناصبهم. كما

يحدث في كل عملية سيطرة أو تحكم يتبع الـ OPA بإعادة هيكلة تؤدي بالإجراء إلى تعرضهم لخطر تغير المناصب وشروط العمل و إمكانية غلق المؤسسة تكون هذه النتائج خاصة بعملية التركيز و الترشيد و لا تكون خاصة فقط بالـ OPA، فهي التي تجib عن الضروريات الإقتصادية. إضافة إلى ذلك خسارة مناصب العمل تحدث غالبا في أعلى الهرم و لا تعني بالخصوص القاعدة.

جـ- المسيرين: يتمثل خطر هذه العملية في كون المسيرين يفضلون المدى القصير على المدى الطويل، وذلك للإحتفاظ على سعر الأسهم في مستوى أعلى من أجل تفادي مخاطر العروض العمومية. هذا يعود إلى تفضيل العمليات التي تحقق ربحية هامة في المدى القصير أو إلى تجنيد كل موارد الشركة ضد العرض العمومي و بذلك تقليص الإستثمارات في المشاريع الإستراتيجية ذات ربحية محسوبة في المدى الطويل.

يرجع تخوف المسيرين من الـ OPA إلى الجانب الجزائري التي ترتديه هذه العملية حاليا خطر السيطرة بالـ OPA ، لا يتمثل في إختفاء المؤسسة بسبب ضعفها التنافيسي ، وإنما ينبع عن عزل المسيرين بسبب اتفاق بين المساهمين.

تأخذ إذن القيمة السوقية للمؤسسة بعين الاعتبار كفاءة و فعالية مسيريها. و هكذا تصبح OPA عامل إقصاء المسيرين الغير القادرين على ضمان معدل عادي للمردودية. تصبح العروض العمومية للشراء كعقوبة للإدارة غير الكفء، العروض العمومية للشراء العادئية و الضربات المالية بالرغم أنها محدودة عديما إلا أنها تحافظ على تخوف من عزل الفريق المسير و تحفيز الديناميكية، يرى المسيرون فيها في أغلب الأحيان أداة تقارب و ليس عقراً.

3-3- تفاصيل المحمولات المسيرة أو المحكمة:

إجراء تفاوض مجموعات مسيطرة يفترض رغبة السيطرة في الشركة، لهذا الإجراء أثر أقل من العرض العمومي لأنه يتطلب قبول المساهم المسيطر.

هذه العملية تؤدي إلى عدة إلتزامات و كذلك إلى معرفة:

- شخصية البائع و المشتري.

- عدد الأسهم موضوع العملية:

- السعر الذي تحقق على أساسه العملية.

- المدة التي يبقى فيها المشتري حائزًا في البورصة.

عامة، تتحقق أغليبية التنازلات للمجموعات بسعر أكبر من سعر البورصة. يمكن المشكل المطروح في هذا الإجراء في أن المشتري يستطيع أن يجد نفسه أمام تقريب كل أسهم الشركة التي عليه حيازتها.

4- المخططات ضد العروض العمومية:

إذا كانت السلطات البورصية تأيد إجراء العروض العمومية، فإنها تقبل بعض ردود الأفعال التي هدفها الحماية من هذه الهجمات. يمكن وضع العديد من الوسائل القانونية أو المالية.

3-4-3. ضد الـ OPA الصديق:

تتم من طرف شريك، مع موافقة الشركة المستهدفة و تسمى هذه الطريقة White Knight في و.م.أ. يمكن أن ينعكس هذا النوع من التركيبات سلبياً على بادئ الطلب على الـ OPA أو الـ OPE، و يستطيع أن تحول White Knight إلى raider: كانت هذه حالة Saint Gobain المجهومة من طرف BSN، لما طلبت من Pont-à-Mousson أن تتصدى للـ OPA التي كانت تعيشها.

3-4-3. الإتفاقيات:

الإتفاقيات المبرمة مع المساهمات أو مع أصدقاء، بالرغم أنها محكومة بقانون 1998/8/2 الذي يخضع البعض للإشهار، تعتبر طريقة للسيطرة على مساهمات صديقة، قد تكون هذه الأخيرة مجمعة في صناديق ضد الـ OPA. من بين الشروط الكلاسيكية نجد:

- حق الأفضلية (الشفعية) Droit de préemption: الذي يجبر المساهم الذي يتحصل على عرض شراء من الغير، على تقديم الأسهم المستهدفة للأعضاء الإتفاق قبل الآخرين.
- حق التفضيل (First refusal clause) : الذي يفضله يمكن للمساهم الذي يريد بيع أسهمه قبل كل مفاوضة، أن يقترحها للمستفيد من حق التفضيل. إذا لم يمارس هذا الأخير حقه، يستطيع البائع أن يتنازل بحرية عن أسهمه.
- إتفاق عدم الهجوم (Standstill agreement): أين يلتزم فيه المساهمون بعدم الحيازة على أسهم جديدة للشركة.
- إتفاقية المساهمة في OPA: أين يلتزم المساهمون بتقديم أسهمهم للبادئ في العرض العمومي للشراء مهما كانت المزايدات السابقة.

3-4-3. توظيف الأسهم:

إن توظيف نسبة هامة من رأس المال (30%) في أيدي شركاء أصدقاء، يسمى بطريقة White squire، و هو كذلك تركيب مستعمل لمعارضة العروض العمومية للشراء. كما كان الحال في تركيب محقق من طرف BSN في 1986 عن طريق تأسيس نادي البنوك، الذي إشتري سندات إكتتاب أسهم. دائمًا في نفس الإطار، في سبتمبر 1987 أسست شركة Cofitel Télémécanique من أجل إمتلاك سندات الإكتتاب، التي في حالة عملية عدائية تحل رأس مال الشركة. قابل للمناقشة وفي بعض الأحيان غير فعال يؤدي هذا النظام إلى عدم التساوي في التعامل بين مساهمين و إلى إنهيار السعر البورصي.

تفرقة السلطات بين المساهمين:

تظهر تفرقة السلطات بين المساهمين في إعطاء المساهمين الأوفياء حقوق تصويت عديدة. أن منح حق تصويت مزدوج أو متعدد يكون عامة تابع لاحتفاظ بالأسماء خلال فترة معينة.

3-5-3. تجزئة مجالس الإداره:

أن تجزئة مجالس الإدارة إلى مجموعات جزئية بصفة متعددة، يضمن ثبات الأغلبية. نفس الشيء فيما يخص شرط الإعتماد الذي يسمح بإبعاد الإداريين الغير المرغوب فيهم.

3-6- المراقبة الذاتية:

تكمن المراقبة الذاتية في ضمان مراقبتنا الشخصية و ذلك عن طريق شركة أو عدة شركات من بينها شركة تملك السيطرة أو التحكم مباشرة أو غير مباشرة. حيث أنها تسمح بالحماية ضد العروض العمومية للشراء العادلة، حيث أنها تسمح بشراء جزء من رأس مالها الذي كان محدود في فرنسا بـ 10 %. إلا أنه منذ 1991/7/1، ألغت حقوق التصويت المرتبطة بالأسهم المملوكة في المراقبة الذاتية. كان ذلك يمثل تظاهرة ضد الـ OPA . إلا أنه وهذا هو التعارض (البارادوكس)، تستطيع الشركات تقادري العيوب المرتبطة بإختفاء حقوق التصويت. بزيادة المراقبة الذاتية تلغى الشركات بطريقة غير مباشرة حقوق التصويت و بالتالي نسبة حقوق الأغلبيين الحاليين تزيد و تخفض بذلك من مخاطر الـ OPA . إلا أنه تصبح عمليات النقارب الصديقة مسهلة.

3-7- إعادة شراء شركة للأسهمها الخاصة:

تسطيع شركة إعادة شراء أسهمها في ثلاثة حالات:

- تخفيض رأس المال، لما يكون غير مبرر بحدوث خسائر.
- ضبط التسعيرات.
- التخصيص للأجراء.

في حالة ضبط التسعيرات، تعرف الجمعية العامة العادلة شروط إعادة الشراء و التي لا تستطيع فترة قبولها أن تتجاوز 18 شهر، يمكن كذلك للشركات الحفاظ على أسهمها من أجل إعطائها للإيجار، ولكن يقل أجل الإحتفاظ إلى سنة واحدة.

3-8- تحويل شركة إلى شركة توصية بالأسهم:

يسمح هذا النوع من المؤسسات للشركاء بوضع في القانون الأساسي بند يخص عدم قابلية إلغاء التسيير، إلا في حالة طلب قانوني.

3-9- التظاهرات الأنجلوساكسونية الأخرى ضد الـ OPA :

يمكن تركيب هذه التظاهرات بشرط وضع في القانون العام للشركة:

- أما بند يسمى بالسعر الحر Fair Price، الذي ينص على عدم إمكانية الشراء إلا بقبول المساهمين.

- أما بند Poison pills الذي يجبر البادئ على تحمل قيود هامة من طرف الشركة المستهدفة.

- يمكن كذلك إستعمال ممارسة Crown Jewels ، التي تمكن من البيع خلال العرض لأصولها الجيدة. يتحقق هذا على أساس وعد البيع الذي قامت به الشركة من قبل لأصدقائها ولا يمكن رفعه إلا في حالة هجوم، وأخيرا يمكن كذلك إعادة الشراء بسعر ذهبي للمساهمة المكتسبة من طرف raider . يسمى ذلك الأنجلوساكسونية بالإبتزاز بالورق الأخضر. أغلبية هذه تركيبات خطيرة، وفي بعض الأحيان غير ممكنة التطبيق في فرنسا و هذا راجع

إلى أن المشرع قد يرى فيها إستغلال (abus) للأموال الشركة، أخطاء تسييرية أو كذلك ما يسمى بـإستغلال الأقلية.

المotor الثاني عشر: إعادة هيكلة الأصول من خلال استراتيجية التوريق

الضغوطات الاقتصادية والمتغيرات المالية الدولية في السنوات الأخيرة ومشاكل السيولة، أضافت تحديات جديدة للمؤسسات المالية والشركات على حد سواء، فباتت الأسواق المالية تعاني من التقلبات المفاجئة، والتحديات المتزايدة في تأمين التمويل، في هذا السياق لجأت الشركات والمؤسسات المالية إلى تقنية التوريق المصرفي كوسيلة فعالة لتعزيز سوق رأس المال وتحسين الوضع المالي العام، فهي توفر آليات لتسهيل الحصول على التمويل من خلال تحويل الأصول إلى أوراق مالية قابلة للتداول. وبفضل ذلك يمكن للشركات تحسين سيولتها وتوسيع قاعدة المستثمرين المحتملين، مما يعزز الثقة في السوق ويعطي دفعه إيجابية للأنشطة التجارية والاقتصادية بشكل عام. ومع تطور التكنولوجيا المالية، أصبح من الممكن تسهيل عمليات التوريق وجعلها أكثر شفافية وفعالية، مما يجذب المزيد من الاستثمارات ويعزز التنافسية العالمية للأسواق المالية، ويُعتبر هذا النوع من التمويل أحد أهم الوسائل التي تستخدمها الشركات والحكومات لجمع رأس المال من السوق، حيث يتيح التوريق المصرفي للمستثمرين فرصة للاستثمار في مجموعة متنوعة من الأصول المالية،

ويساهم في تمويل مشاريع جديدة وتوسيع نطاق الأعمال، ويعتمد نجاح التوريق على فهم شامل للأسوق المالية والمبادئ المالية، بالإضافة إلى قدرة الشركات على تحديد احتجاجاتها التمويلية وتوجيه الاستثمارات بطريقة تحقق العائد المرجو.

1. تعريف التوريق

التوريق المصرفي (Securitization) هو إجراء يدرس تحت مظلة نظم التمويل المركب والأذونات المصرفية⁵⁶، وهو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتتجانسة والمضمونة كأصول، ووضعها في صورة دين واحد معزز إئتمانياً ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلاً للمخاطر، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك⁵⁷.

إذن التوريق يعني تحويل أصول غير سائلة لشركة مالية إلى مجموعة من الأوراق المالية المدعومة بهذه الأصول، من خلال عملية تعبئة دقيقة وتعزيزات ائتمانية وتحسين جودة السيولة والهيكلة.

2. العناصر الرئيسية للتوريق

يقوم التوريق على العناصر الرئيسية التالية: 58

أ- المفترض:

هو شخص طبيعي أو اعتباري، وقد يكون الغرض من الإقراض هو مواجهة التّعثّر المالي أو إعادة الهيكلة (Restructuring)، أو الإستعانة بالأموال المقترضة للوفاء بديون حلّ تاريخ إستحقاقها، وإحلال دين القرض طويل الأجل محلّ هذه الديون.

ب- الأصول موضوع التوريق:

يتجسد الدين في صورة سندات مديونية، والأصول الضامنة للدين محل التوريق دائماً ما تكون أصول ذات قيمة مرتفعة، لذلك غالباً ما تكون حقوق رهن رسمي للبنك على عقارات أو منقولات يملكها الراهن الذي يدين للبنك.

ت- الخطوات السابقة لعملية التوريق:

يسبق إجراء عملية التوريق خطوات متعددة تنتهي باتفاق البنك الذي يريد الحصول على سيولة نقدية سريعة لديونه مقابل نقل ملكية الأصول، وتمثل الخطوات التمهيدية لذلك في قيام البنك أو المؤسسة المالية بإستطلاع رأي عمالئه المدينين فيما ينوي عمله في شأن

⁵⁶ لمناقشة التفصيلية حول التمويل المركب وأدوات الإئتمان ذات الصلة بالتوريق، أنظر الفصل 28 من المرجع: Caouette, John.I, Alteman, and Paul Narayan, Managing Credit Risk : The Next Great Financial Chalange, John Wiley and Sons, Inc, New York, 1998.

⁵⁷ د/ سعيد عبد الخالق، التوريق المصرفى، منتديات بوابة العرب بتاريخ 09/05/2006 على موقع الأنترنت:

vb.arabsgate.com/showthread.php?t=460288 - 68k - Résultat complémentaire - consulté le 18/09/2006.

راتول محمد ومدني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل وتطوير بورصة الجزائر، ملتقى دولي ، جامعة بسكرة، 2013، ص.3.

توريق ديونهم، وفي حالة موافقتهم فإنّ على البنك تنظيم تفاصيل العلاقة الجديدة بين المدينين والدّائنين الجديد.

هناك أيضاً العديد من المهام التي تتمّ في إطار عمليات التّوريق، والتي تحتاج لعناية ومتخصّص، وفي مقدمتها: التّقييم الواقعي لقيمة الأصول، وتحديد السّعر الملائم للأوراق المالية المزمع طرحها للإكتتاب، والتّخطيط لبرامج التّرويج للإكتتاب، وإعداد الدراسات الخاصة بالتدفقات النقدية، ... إلخ.

ثـ. إدارة الأصول:

على الرّغم من إنتقال ملكية الأصول الضامنة للوفاء بقيمة الأوراق المالية المصدرة من الذّمة المالية للبنك القائم بالتّوريق للدّائنين الجدد، فإنّ الممارسة العملية أثبتت أنه في معظم الصفقات ينطّ ب لهذا البنك مهام إدارة وإستثمار محفظة هذه الأصول وضماناتها أثناء إنجاز أو تنفيذ عمليات التّوريق.

ـ 3ـ أنواع التّوريق:

يمكن تصنّيف التّوريق في نوعين أساسيين هما:

ـ أـ تصنّيف التّوريق وفقاً لنوع الضّمان⁵⁹:

- التّوريق بضمان أصول ثابتة.
- التّوريق بضمان متحصلات آجلة.

ـ بـ تصنّيف التّوريق وفقاً لطبيعته:

- إنتقال الأصول من خلال بيع حقيقي مقابل شهادات لنقل الملكية لإعادة بيعها، وتوزيع التّدفقات المالية وفقاً لحصص محدّدة، وهنا تكون الأوراق المالية معبراً لتحقيق هذا الهدف.

- إنتقال الأصول بكفاءة في صورة إدارة مديونية، وإصدار أوراق مالية (سندات) عديدة تختلف فيما بينها وفقاً لدرجة التّصنّيف وسرعة الدّفع، وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة.

ـ جـ القروض التجارية:

- يمكن توفير التّمويل اللازم لشراء الأصول (الديون) التي يتم توريقها باللّجوء إلى القروض التجارية، مع مراعاة تزامن جدول السّداد الخاص بالديون محل التّوريق مع التّزامات الدّفع للمقرضين.

ـ دـ إصدار سندات دين:

- تقوم الشركة - في هذه الحالة - بإصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون موضوع التّوريق، إستناداً على ما يتوفر لهذه الديون من ضمانات، وبحيث تستخدم حصيلة الإكتتاب في هذه السندات في شراء تلك الديون، ويراعى أن تتوافق تواريخ إستحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ إستحقاق أقساط الديون وفوائدها، وأن تكفي لسدادها عند حلول آجال إستحقاقها.

⁵⁹ البورصة المصرية، الخبراء يطالبون بقانون خاص لتفعيل نشاط التّوريق والتحذير من قيام البنوك بتوريق الديون المتعثرة، عدد 272، جويلية 2002.

4. أساليب التوريق:

- تقوم صفقات التوريق بالضرورة على أطر أو جوانب قانونية تؤخذ بعين الاعتبار لضمان إنجاز الصفقة بالشكل الصحيح، إذ يتعين التعرف على الأساليب القانونية للتوريق التي تبنتها الممارسة لكفالة حقوق كافة أطراف عملية التوريق.
- يتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية:
 - أ- إستبدال الدين:
 - يسمح تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب بإستبدال الحقوق والإلتزامات الأصلية بأخرى جديدة، غير أنه يقتضي الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً إلى ورقة مالية.
 - ب- التنازل:
 - يعني التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقرضين، ويشيع استخدام هذا الأسلوب في توريق الدّمّم النّاشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها، ففي عقد الإيجار والبيع يتم الإستمرار في دفع الأقساط إلى الممّول الأصلي الذي يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشتري الدّمّم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحالات متّفق عليها عند التعاقد على التوريق وبال مقابل يقوم بإسترداد المبلغ من المؤجرين.
 - ت- المشاركة الجزئية:
 - يتضمّن هذا الأسلوب بيع الدّمّم المدينة من قبل الدّائن الأصلي إلى مصرف متخصص بشراء الدّمّم وتمويلها، ولا يتحمّل بائع الدين بعدها أيّ مسؤولية فيما لو عجز المدين عن التسديد، لذلك يجب على مشتري الدين التّأكّد من أهلية المدين وجدراته الإيتمنائية، ويلاحظ أنّ هناك طرفاً عديداً لحماية هذا المشتري تراوح بين حصوله على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليها.

5. إجراءات التوريق

تتمثل أهم إجراءات توريق القروض فيما يلي⁶⁰:

- هذه الأصول تكون في معظم الأحيان سندات مديونية مضمونة بحقوق رهن أو ملكية لدى البنك الذي يكون دائناً بها لمجموعة من المدينين الذين يكونون غالباً مقرضين، وتجسد هذه السندات مديونياتهم للبنك فتنتقل الأصول (سندات المديونية) بضماناتها للمنشأة المتخصصة (SPV).
- تصدر المنشأة ذات الغرض الخاص أوراقاً مالية تكون غالباً سندات بعلاوة إصدار وبقيمة تعادل قيمة الدين محل التوريق (LBO) ⁶¹ Leverage Buyout وذلك للحصول على سيولة نقدية يمكنها من شراء سندات المديونية ولذلك يطلق على تلك المنشأة أحياناً إسم "المصدر"، وغالباً ما تلجأ إلى (SPV) للفروض المصرفية البسيطة لتمويل شراء السندات مع مراعاة أن

⁶⁰ د/ حسين فتحي عثمان، التوريق المصرفى للديون الممارسة والإطار القانونى، الدليل الإلكتروني للقانون العربي، ص 5. الموقع الإلكتروني:

http://www.arablawinfo.com/Research_Search.asp?validate=articles&ArticleID=80 consulté le 25/03/2006.

⁶¹ يطلق على هذا التعبير على مشتري أصول شركة والذي يقترض ثم يسدد قرضه بعد ذلك من متحصلات بيعه لهذه الأصول بعد بيعها للآخرين.

- تكون مواعيد وفاء المدينين بقيمة السندات وفوائدها قبل أو عند حلول آجال الوفاء بقيمة القرض المصرفى.
- المستثمر الذى يشتري الأوراق المالية المصدرة من المنشآت ذات الغرض الخاص يكون شاغله الأساسى ما تدره هذه الأوراق من فوائد، دون أن يعني كثيراً بإتمان البنك البائع لسندات المديونية.
 - الفصل بين البنك البادئ لعملية التوريق من خلال سندات مديونياته – ويطلق عليه إصطلاح البادئ للتوريق **The Originator** – وبين هذه السندات ذاتها يمكنه بسرعة وقبل حلول تاريخ إستحقاق مديونياته لدى المدينين الأصليين (المقترضين غالباً) زيادة قدرته التمويلية بكمية منخفضة عن طريق ما تصدره (SPV) من الأوراق المالية أكثر مما لو كان البنك هو الذى أصدر هذه الأوراق المالية وتحمّل مصاريف إصدارها وما يرتبط بذلك الإصدار من عمليات الترويج والدعاية والإكتتاب...الخ.
 - يتبعى على البنك البادئ للتوريق والـ SPV ضرورة الإتفاق بشكل بالغ الأهمية ومحدد على التوفيق ما بين تواريخ إستحقاق المتصحّلات النقدية من المدينين وتاريخ إستحقاق المستثمرين لفوائد ديونهم.⁶²
 - يجب أن يحرص أطراف التوريق على التوفيق ما بين قيم الفوائد المقرّرة على الديون الأصلية وقيم الفوائد على الأوراق المالية الموجودة بحوزة المستثمرين.

6. أسباب نمو التوريق

من أهم الأسباب التي أدت إلى نمو نشاط التوريق عالمياً ذكر ما يلى:

- أزمة المديونية العالمية وزيادة خسائر المصارف وإرتفاع تكاليف تشغيلها، ولجوء المقرضين الكبار إلى الأسواق المالية مباشرة.
- إنتعاش أسواق السندات داخل الدولة نتيجة إنخفاض سعر الفائدة على الودائع طويلة الأجل والتّوسيع في إصدارها من قبل المصارف لإمتصاص فائض السيولة في فترة السبعينيات وبداية الثمانينيات.
- ظهور وإنشار مفهوم البنوك الشاملة التي تسعى دائماً وراء تنويع مصادر التمويل وتعقبه أكبر قدر ممكن من المدخرات من كافة القطاعات، وتوظيف مواردها، وتفتح وتنمّي الإنتمان المصرفى لجميع القطاعات، كما تعمل على تقديم كافة الخدمات المتنوعة والمتجددة⁶³ والحديثة، كما تقدم القروض طويلة الأجل وتصنع الاستثمار وتكون فاعلة في كل من السوق النقدية والسوق المالية.⁶⁴ فتطلع هذه البنوك نحو البحث عن مصادر تمويل حديثة وإحتلال مكان هام في السوق المالية جعلها تعتمد على التوريق كأحد أهم مصادر التمويل الحديثة بالنسبة لها، فكانت أولى البنوك التي إبتكرت عملية التوريق، وإضطاعت إلى جانب البنوك الاستثمارية بدور متزايد في تطوير وتعزيز وإنشار هذه الظاهرة.⁶⁵

7. مخاطر التوريق

يمكن إجمال المخاطر المترتبة عن التوريق في النقاط الآتية:

⁶² راتول محمد، مданى أحمد، نفس المرجع السابق، ص 7.

د/ عبد المطلب عبد الحميد، العلومة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 52.

⁶³ Rose, Peters, Money and Capital Markets, Richard D. Irwin Inc. 5th Ed. 1994, U.S.A, p 96.

⁶⁴ أ/ يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية-الأزمة والمخرجـ الجزء الثاني، دار الجامعات للطبع والنشر، القاهرة، 1996، ص

.61

- **المخاطر الائتمانية** : (المدين ، والمستثمر و عدم التزامه بالتسديد) ، ويعد هذا النوع من أبرز أنواع المخاطر التي تتعرض لها الأعمال المصرفية، إذ بنيت أوزان المخاطر بالدرجة الأولى على قدر المخاطر الائتمانية المتوقعة، وتعرف بأنها الخسائر المالية الناتجة عن عدم قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته في المواجهات المقررة.
- **مخاطر السوق** : وهي المخاطر المتعلقة بالإيرادات نتيجة التغيرات في أسعار الفائدة والتقلبات في أسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية وأسعار السلع.
- **مخاطر التشغيل**: وهي المخاطر الناجمة عن الخسائر التي تنشأ عن عدم كفاءة أو فشل العمليات الداخلية والأفراد والنظم، أو تنشأ نتيجة أحداث خارجية.
- **المخاطر القانونية**: وتقع هذه المخاطر في حالة انتهاك القوانين والقواعد المقررة من قبل السلطات، وقد تقع هذه المخاطر نتيجة الإخفاق في توفير السرية الواجبة في معاملات العملاء.
- **مخاطر الضمانات والكفارات** عدم الالتزام وعدم التحصيل أو التسديد.
- **مخاطر السمعة** : تنشأ هذه المخاطر في حال فشل المصرف في إرساء شبكة موثوقة وآمنة لتقديم الخدمات، أو تقديم خدمات غير كفؤة.

المحور الثالث عشر: استراتيجية إدارة رأس المال العامل

من الواجبات الرئيسية المالية لأية مؤسسة المحافظة على كم مناسب من السيولة لضمان قيامها بالوفاء بالتزامها في مواعيدها . و من المتطلبات الرئيسية لتحقيق هذه الغاية المحافظة على كمية مناسبة من الأصول المتداولة ذات النوعية الجيدة، و بشكل خاص الحسابات المدينة و البضاعة، السيطرة على الحسابات الدائنة و مراقبتها و التأكد من أن هناك فارقا مناسبا بينها و بين الأصول المتداولة ضمن الحد الذي يضمن عدم تعرض المؤسسة لمخاطر الفشل في الوفاء بالتزاماتها على المدى القصير بالدرجة الأولى.

و سنتناول إدارة رأس المال العامل من المنظور الشامل الذي يهتم بإدارة الموجودات المتداولة و المطلوبات المتداولة معا.

1. مفهوم رأس المال العامل

هناك مفهومان شائعان لرأس المال العامل هما:

أولاً : المفهوم الصافي لرأس المال العامل: يعرف بأنه فائض الموجودات المتداولة على المطلوبات المتداولة، و بعبارة أخرى هو عبارة عن الموجودات المتداولة مطروحا منها المطلوبات المتداولة.

و تكمن أهمية هذا التعريف في إعطائه مقياساً كمياً لدرجة الثقة في مقدرة الأصول المتداولة على الوفاء بالالتزامات القصيرة الأجل . و هو يصلح كمقياس يستعمل من قبل الدائنين لتعرف مثانة مركز المؤسسة المالي و مقدرتها على الوفاء بالالتزاماتها عند ميعاد الاستحقاق، إذ كلما زاد مقدار الأصول المتداولة بالمقارنة مع المطلوبات المتداولة، كان ذلك دليلاً كمياً على قدرة الشركة على مقابلة الالتزامات بسهولة و العكس صحيح، إلا أن القدرة الفعلية للمؤسسة على الوفاء بالالتزاماتها تتوقف أيضاً على نوعية الموجودات المتداولة.

ثانياً : المفهوم الإجمالي لرأس المال العامل : يعرف أجمالي رأس المال العامل بأنه مجموع استثمارات المؤسسة في الأصول المتداولة، أي تلك الأصول التي تحولها إلى نقد خلال سنة، و هذه الأصول تشمل النقد والأوراق المالية و الحسابات المدينة و البضاعة.

و يتجاهل هذا التعريف الخصوم المتداولة، و يقوم على أساس تقسيم الموجودات إلى موجودات ثابتة تتصرف ببطء الحركة، و موجودات متداولة تتصرف بسرعة الحركة حيث تمر خلال كل دورة تجارية بحالة النقد ثم البضاعة ثم الديون ثم النقد، لتبدأ بعد ذلك دورة جديدة و هكذا.

و لاجمالي رأس المال العامل أهمية خاصة كمؤشر لتعرف مدى مناسبته لعمليات الشركة، و كذلك أهميته النسبية لاجمالي الموجودات، لأن تدني هذه الأهمية النسبية قد يكون أحد المؤشرات السلبية إلى وضع الشركة.

و من المناسب الإشارة إلى ضرورة الاهتمام بنوع مكونات رأس المال العامل، إلى جانب الاهتمام بكمها لأن الكم وحده لن يكون كافياً للتعبير عن سلامة هذا البند.

2. أهمية رأس المال العامل:

مما تقدم، تأكّد لنا أهمية رأس المال العامل للمؤسسة لتمكنها من العمل والاستمرار، و يكون رأس المال العامل نسبة هامة من موجودات المؤسسات، و قد تصل في معدلها هذا إلى ما يقارب 40 % من هذه الموجودات لدى المؤسسات الصناعية و ما يقارب 60 % من موجودات مؤسسات البيع بالجملة و المفرق .

هذا و لا يعتبر صافي رأس المال العامل مهما لغايات المؤسسة الداخلية و حسب، بل هو مهم أيضاً لغاياتها الخارجية، لأنّه يعبر عن مدى مخاطر المؤسسة و قدرتها على مواجهة التزاماتها، فكلما تعزز صافي رأس المال العامل زادت الثقة في قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها و العكس صحيح . و لأنّ صافي رأس المال العامل هو أحد مقاييس مخاطر المؤسسة، لذا نجده يؤثّر في قدرة المؤسسة على الإقراض . هذا و كثيراً ما تتضمن اتفاقيات القروض مع البنوك على ضرورة محافظة المؤسسة على حد معين من صافي رأس المال العامل، و يعتبر مخالفة ذلك مبرراً للتسارع في استحقاق القرض.

3. سياسات إدارة رأس المال العامل:

تتضمن السياسات المتعلقة برأس المال العامل قرارات تتعلق بالموارد المتداولة، و المطلوبات المتداولة من النواحي التالية:

- عناصر تكوينها.

- كيفية استعمالها.

- أثر تركيبتها على المخاطر و المردود.

و تعتبر سياسات رأس المال العامل الناجعة ضرورية لنمو المؤسسة على المدى الطويل و بقائها . فان لم يتوافر لدى المؤسسة رأس المال العامل اللازم لزيادة الإنتاج و المبيعات، فقد تفوتها فرص زيادة المبيعات و زيادة الأرباح . كذلك فان المؤسسة التي تحفظ بمستوى مرتفع من رأس المال العامل يتوافر لديها سيولة تمكنها من مواجهة التزاماتها بالاستحقاق، و إذا ما حصل العكس من ذلك فقد تواجه المؤسسة بالأعباء المرتبطة بتدني تصنيفها الائتماني و التصفية الإجبارية.

و إدارة رأس المال العامل هي عملية مستمرة تتضمن العديد من العمليات و القرارات اليومية التي تحدد ما يلي:

- مستوى استثمار المؤسسة في الموارد المتداولة.

- نسبة الدين قصير الأجل و طويل الأجل الذي تستعمله المؤسسة لتمويل الموارد.

- مستوى الاستثمار في كل بند من بند الموارد.

- مصادر التمويل و كيفية توزيعها بين مختلف المصادر.

يختلف الاستثمار في الموارد المتداولة عن الاستثمار في الموارد الثابتة في مدى الإطار الزمني اللازم لاستعادة الأموال المستمرة في أصل معين؛ ففي حالة الاستثمار في الموارد الثابتة مثل الأرض و الأبنية و الآلات، فان المؤسسة تحتاج إلى سنوات عديدة لاستعادة ما استثمر، في حين يتم تصفية المستثمر في الموارد المتداولة خلال فترة قصيرة تعتمد في طولها على طول الدورة التجارية للمؤسسة. 4. تحليل دورة رأس المال العامل: (OPERATING CYCLE ANALYSIS)

ت تكون الدورة التشغيلية لأية مؤسسة من ثلاثة أنشطة رئيسية، هي:

- شراء المواد (خام أو جاهزة)
- الإنتاج (في حالة المؤسسات الصناعية)
- البيع.

و تؤدي ممارسة هذه الأنشطة الى تدفق الأموال من و الى المؤسسة، و تتصف هذه التدفقات بعدم التزامن و عدم التأكيد . فعدم التزامن ينبع عن خروج الأموال لتسديد ثمن المشتريات قبل أن تباشر المؤسسة ببيعها و دخول الأموال الى المؤسسة نتيجة لذلك . أما عدم التأكيد، فناتج عن كون المبيعات المتوقعة و الكلفة المرتبطة بذلك هي أمور غير مؤكدة بدقة.

لهذين السببين، وجد أن متطلبات التشغيل الجيد تتطلب استثمارا في الموجودات المتداولة، فالاستثمار في النقد يمكن المؤسسة من دفع ما يترتب عليها من التزامات، و الاستثمار في البضاعة يمكنها من مواجهة طلبات العملاء بالشراء، أما الاستثمار في الحسابات المدينة فيمكنها من البيع الآجل؛ و يوضح الشكل التالي الدورة التشغيلية للمؤسسة . و هذه الدورة تساوي في طولها طول فترة تحويل البضاعة و الحسابات المدينة، حيث ستم الإشارة الى مفاهيم مختلفة مكونات هذه الفترة بعد الشكل مباشر.

OPERATING CYCLE: الدورة التشغيلية

و هي الفترة الزمنية اللازمة لشراء المواد الخام و تحويلها و بيعها، و يمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية:

$$\text{الدورة التشغيلية} = \text{فترة تحويل البضاعة} + \text{فترة تحصيل الحسابات المدينة}.$$

INVENTORY CONVERSION PERIOD: فترة تحويل البضاعة

و هي الفترة الزمنية اللازمة لإنتاج البضاعة و بيعها و يمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية:

رصيد البضاعة

$$\text{فترة تحويل البضاعة} = \frac{365}{\text{تكلفة المبيعات}}$$

تكلفة المبيعات

RECEIVABLE CONVERSION PERIOD: فترة تحصيل الحسابات المدينة

و هي الفترة اللازمة لتحصيل الديون، و يعبر عنها بالمعادلة التالية:

رصيد الحسابات المدينة

$$\text{فترة تحصيل الديون (يوم)} = \frac{365}{\text{فترة تحصيل الديون}}$$

المبيعات

- فترة ائتمان الموردين: (PAYABLE DEFERRED PERIOD)

و هي الفترة الزمنية بين شراء المواد الخام و دفع قيمتها للموردين، و يعبر عنها بالمعادلة التالية :

الدائنون

$$\text{فترة ائتمان الموردين (يوم)} = \frac{365}{\text{المشتريات}}$$

المشتريات

- فترة التحويل النقدي: CASH CONVERSION CYCLE

تمثل المدى الزمني بين دفع ثمن المشتريات و تحصيل قيمة المبيعات، و يعبر عنها بالمعادلة التالية :

$$\text{دورة النقد} = \text{الدورة التشغيلية} - \text{مدة ائتمان الموردين}.$$

5. أهمية إدارة رأس المال العامل:

تتضمن إدارة رأس المال العامل عدداً من المظاهر التي تجعل منه موضوعاً كبيراً الأهمية :

- أثبتت الأبحاث أن الجزء الأكبر من وقت الإدارة المالية مكرس لأمور المؤسسة الداخلية اليومية، و يعتبر رأس المال العامل الجزء الأهم من بين هذه الأمور.

- لأن الموجودات المتداولة تشكل جزءاً هاماً من الموجودات الكلية للمؤسسة، لأنها سريعة الحركة، لذا فهي تستحق عناية الإدارة المالية الخاصة.

- لادارة رأس المال العامل أهمية خاصة لدى المؤسسات الصغيرة؛ فبالرغم من أن هذه المؤسسات تستطيع تخفيض استثمارها في الموجودات الثابتة عن طريق الاستئجار، إلا أنها لا تستطيع تجنب الاستثمار في النقد و الحسابات المدينة و البضاعة، كذلك فإن محدودية مصادر التمويل طويلة الأجل المتاحة لها تجبرها على الاعتماد الكبير على المصادر قصيرة الأجل، و كلما الأمر يزيد من أهمية إدارة رأس المال العامل لمثل هذه المؤسسات.

- وجود علاقة ارتباط قوية بين نمو المبيعات و الاستثمار في الموجودات المتداولة، فالمؤسسة التي تبيع بمعدل (2500) دينار يومياً لمدة 40 يوماً يصل الاستثمار في الحسابات المدينة لديها إلى (100000) دينار ، و سيتضاعف مثل هذا الاستثمار إذا زادت المبيعات إلى (5000) دينار يومياً مع بقاء مدة الائتمان كما هي.

و لما كان مثل هذا النمو يحدث سريعا، لذا يترتب على الإدارة المالية أن تبقى ملمة بشكل مستمر بالتطورات التي تستجد على رأس المال العامل، لأن مثل هذه التطورات تحتاج إلى معالجة آنية .

الخاتمة:

للمؤسسة ثلاثة أنشطة رئيسية تتمثل في النشاط الاستغلالي والاستثماري والتمويلي، وسيرورتها تستدعي بالضرورة وجود تمويل مستمر لتعطية أنشطتها الاستغلالية والاستثمارية، هذا الاحتياج للتمويل جعل العلم المختص به يبتكر أدوات متنوعة للتمويل تتوافق ونوع الاحتياج وطبيعة النشاط الواجب تمويله، والتي تكون في الغالب مصادر تمويلية قصيرة الأجل كالإئمان التجاري والمصرفي كما تكون طويلة ومتعددة الأجل وهنا يمكن أن نميز فيها المصادر الداخلية التي تعتمد أساسا على التمويل الذاتي وبالخصوص النتائج المحتجزة بالإضافة للأسماء العادي والمتداولة، أما المصادر الخارجية منها، أين تعتمد على الاستدانة كالقروض المصرفية والسنادات والتمويل بالقرض الإيجاري، حيث المزج بين كل أو بعض هذه المصادر يشكل ما يعرف بالهيكل المالي للمؤسسة. يبقى على إدارة المؤسسة المكلفة بالتمويل الآن أن تعتمد على سياسة تمويلية قادرة على المفاظلة بين مختلف تلك المصادر وإختيار أفضلها أو التأثير فيها.

وطالما لكل مصدر تمويلي تكلفة تختلف عن المصدر التمويلي الآخر، يمكن إعتماد التكلفة كأهم معيار للحكم على فاعلية مصادر التمويل، حتى أن تكلفة الأموال (تكلفة الهيكل المالي ككل للمؤسسة) تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول على الاستثمارات، فكلما انخفضت هذه التكلفة كلما اثر ذلك على قيمة المؤسسة بالإيجاب، علما أن هذه التكلفة تجمع بين تكاليف كل من مصادر التمويل الخاصة (حقوق الملكية) أو التمويل بالاستدانة، وهي ما يصطلاح عليها بالتكلفة الوسطية المرجحة للتمويل، لكن في الغالب يتم اعتماد تكلفة المصادر الدائمة في المؤسسة أي يستثنى مصادر التمويل قصيرة الأجل كأدنى عائد مقبول على الاستثمار وهي ما تسمى بالتكلفة الكلية لرأس المال.

ولا يمكن الحكم على السلوك التمويلي لمؤسسة ما اعتماداً على نظرية معينة، ذلك لأن المؤسسة في ديناميكية مستمرة، إذ أنها تتطور من مرحلة إلى أخرى من مراحل حياتها، لذلك فإن سلوكها التمويلي يختلف مع مستويات تطورها ونموها، الأمر الذي يؤدي إلى عدم إمكانية الاستناد إلى نظرية معينة في تفسير السلوك المالي للمؤسسات، إذ أن اتخاذ مثل اتخاذ مثل هذا القرار المعقد والمهم لا بد أن يتم على أساس محددات دقيقة كمية وكيفية.

و هناك عدة عمليات مالية خاصة تم معالجتها في هذه المطبوعة ،والتي لها علاقة مباشرة مع مفهوم التحكم أو السيطرة. إن الدوافع التي تخلق هذا النوع من العمليات، كإعادة شراء مؤسسة أو بتوسيع خارجي، تكون اقتصادية و مالية. تعتبر الدوافع الاقتصادية عوامل طبيعية للتوسيع الخارجي. تظهر هذه الدوافع في عدم قدرة المؤسسة على زيادة أو على الأقل الإحتفاظ بحجم نشاطها (رقم أعمال، أرباح) و ذلك في ظل تسييرها لمنتجاتها العادية. و يبرر كذلك (التوسيع الخارجي) بالإرادة في إقتحام أسواق أجنبية بنجاح، بسرعة و بمخاطرة قليلة، وذلك بواسطة إعادة شراء مؤسسات موجودة من قبل في الأسواق المرجوة. و ترتبط الدوافع المالية بصفة عامة بإمكانيات حدوث سوء تقييمات (بالنقصان) لأسهم الشركة المستهدفة.

كما هو الحال في المؤسسات التي يجب إعادة هيكلتها و التي تعيش عرض عمومي للشراء (OPA) من طرف المساهم الذي يملك الأغلبية.

حيث تم التطرق لمختلف إستراتيجيات السيطرة أو التحكم. و الشركات القابضة ثم دراسة Leverage buy out (LBO) و مشتقاته . كما تم الإشارة إلى العرض العمومي و بمشكلة الاندماجات و الإستحواذ على الشركات.

قائمة المراجع:

أ- باللغة العربية:

- **أحمد العلي، أثر الرفع المالي على السيولة والربحية دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية**، مجلة جامعة البعث، (العدد 01، المجلد 40)، سوريا، 2018.
- اسماعيل محمد السيد، **الادارة الاستراتيجية: مفاهيم و مجالات التطبيق**، المكتب العربي الحديث، مصر، د ط، 1999.
- إلياس ساسي ، د. يوسف قريشي، **التسير المالي (الادارة المالية)**، دار وائل للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن ، 2011.
- **أنفال حدة خبيرة ، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية**، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2011/2012.
- ايمان نايلي دواوة، **محفظات إعادة تطبيق إعادة الهيكلة المالية في مؤسسة عمومية اقتصادية حالة مؤسستين جزائريتين**، مذكرة تخرج مقدمة من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، فرع مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2014- 2015 ص. 22-20.
- بلفلة ابراهيم، **محاضرات في مقياس تمويل المؤسسة**، مطبوعة بيداغوجية، جامعة الشلف، 2022/2021، ص36.
- بن الزغدة مفيدة ، بن بخمة ميادة،**أثر الهيكل المالي على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية**، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2018/2019.
- **البورصة المصرية، الخبراء يطالبون بقانون خاص لتفعيل نشاط التوريق والتحذير من قيام البنوك بتوريق الديون المتعثرة**، عدد 272، جويلية 2002.
- بوصبع هناء، **تحليل الاستراتيجيات المالية للمؤسسات الصناعية الخاصة الجزائرية- دراسة ميدانية**، مجلة البحث الاقتصادي والمالي، جامعة باجي مختار عنابة، العدد 5، جوان 2016.
- حسين فتحي عثمان، **التوريق المصرفي للديون الممارسة والإطار القانوني**، الدليل الإلكتروني للقانون العربي، ص 5. الموقع الإلكتروني:
- حمد أحمد عوض، **الادارة الاستراتيجية الأصول والأسس العلمية**، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- حياة نجار، **محاضرات في التحليل المالي للمؤسسة الاقتصادية**، جامعة محمد الصديق بن يحيى، الجزائر، 2015-2016، ص 41.

- د. سليم مجلخ، د. وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR، مجلة دراسات اقتصادية ، المجلد6، العدد 1 جوان 2019، الجزائر، 2019 ظن ص 121.
- دادن عبد الوهاب، نحو مقاربة لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، غ م، جامعة الجزائر، 2004.
- راتول محمد ومدني أحمد، دور التوريق كأداة مالية حديثة في التمويل و تطوير بورصة الجزائر، ملتقى دولي ، جامعة بسكرة، 2013، ص 3
- زكرياء مطلع الدوري: الادارة الاستراتيجية - مفاهيم و عمليات و حالات دراسية ، دار البيازوري، عمان، 2005.]
- سعاد بوشلوش، استراتيجية ادارة الاصول والخصوم للحد من مخاطر السيولة في الشركات التأمين، جامعة بومرداس.
- سعيد عبد الخالق، التوريق المصرفى، منتديات بوابة العرب بتاريخ 2006/05/09 على موقع الأنترنت:

 - طاهر محسن منصور الغالبي، وائل محمد صبحي إدريس: الادارة لاستراتيجية منظور منهجهي متكامل، عمان، دار وائل، 2007.
 - طهرواوي دومة علي، تسخير واستراتيجية مالية، مطبوعة بيداغوجية، جامعة غليزان، 2023/2022، ص 110.
 - عبد الرحمن حسن الشهري، تطور العقائد والاستراتيجيات العسكرية، الرياض: مكتبة الملك فهد الوطنية، 2004.
 - عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية، مصر ، 2001، ص 52
 - علي عباس، الادارة المالية، اثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص 229.
 - غراب زينب، الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة المنسوبة، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010/2011 ص 51
 - كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة بورصة الجزائر-، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية/ جامعة المدينة، العدد 11 ، جانفي 2014.
 - كمال يوس الدينى إعادة هيكلة القطاع المصرفى العربى، المنهل، 2002 ص 1.
 - محمد علي إبراهيم العامري، الادارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر ، ط1 ، عمان ،الأردن ،2013 ، ص 307
 - محمود أحمد التوني، الاندماج المصرفى، الطبعة الأولى، دار للنشر و التوزيع، مصر، 2007 ص 20
 - محمود فاطيمة ، نظوري منى ، تأثير الهيكل المالي على القرارات الاستراتيجية في المؤسسة في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر تخصص إدارة مالية ، كلية العلوم

الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي ميلة ، الجزائر ،
2021/2020

- موقع بورصة الجزائر: عملية الإدراج في البورصة، تم الإطلاع عليه يوم: 03 نوفمبر 2019 https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=149_0300.
 - ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير: تحليل مالي، الدار المحمدية، الجزء الأول، 1990، ص56.
 - نبيل محمد مرسى، الادارة الاستراتيجية: تكوين وتنفيذ استراتيجيات التناقض، دار الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر ، د ط ، 2003.
 - نجماوي نذير، لعروسي محمد، تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية ، تخصص مالية مؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة أدرار، الجزائر، 2019/2020.
 - نعمة عباس الخفاجي : الادارة الإستراتيجية – المداخل والمفاهيم والعمليات ، دار الثقافة، عمان، 2010، ص 35.
 - هيتم محمد الزعبي، الادارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر ، عمان، الأردن، 2000، ص 282.
 - وفاء شريف ، مواجهة العسر المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري 2012-2013، (مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص مالية نقود وتأمينات جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم 2014-2015 ص 22-20).
 - يوسف كمال محمد، المصرفية الإسلامية-الأزمة والمخرج- الجزء الثاني، دار الجامعات للطبع والنشر ، القاهرة، 1996.
- 2- المراجع باللغة الأجنبية

- THIETART Raymond- Alain : La stratégie d'entreprise, McGraw-hill, Paris, 1984.
- Strategor :Stratégie, Structure, Décision, Identité .Politique général d'entreprise .inter édition, 1993.
- Rose, Peters, Money and Capital Markets, Richard D. Irwin Inc. 5th Ed. 1994, U.S.A, p 96
- Malikov, k, Man son, S, and Coakley.J (2018), « Earning managements using classification shifting of revenues», The British Accounting Review, 50(3), 291-305.
- Kumar 2019, « Research Meterodology : Astep-by-step quide for Beginners vol (4) sage publication limiters pp17

- Value creation : Background paper, International integrated reporting council, 2013, p 4, <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/08/Background-Paper-Value-Creation.pdf>
- Barneto, P. et Gregorio, G (2009). **Finance, manuel et applications** : Dunod, 2e édition, Paris, p 105
- Corynne Jaffeux, **Bourse et financement des entreprises**, DALLOZ:Paris,1994,
- Caby, J. et Hirigoyen, G. (2005). **Création de valeur et gouvernance de l'entreprise** : Economica, 3 è édition
- Charle Henri , darcinole et j-Soulquin, **Finance appliquée, Analyse financière**, Edition vuibert, Paris, 1995,
- C.Recochon, J.Leiron, **Analyse Comptable, Gestion Prévisionnelle** , Edition Chihab, Paris.
- Renard conosse, **la rentabilité de l'entreprise**OPU, Alger, 1990 .
- J-P lovvionc , **Economie de l'entreprise fonction, structure environnement**, Paris, 1991.
- belletante.b, **comptabilite et finance** , ed: hatier, paris, 1991.
- formulation of financial strategy ,**formulation of financial strategy** , 5/18/2009 , p 03.
- Caouette, John.I, Alteman, and Paul Narayan, **Managing Credit Risk : The Next Great Financial Challenge**, John Wiley and Sons, Inc, New York, 1998.
- Modigliani Et Miller, **The Cost Of Capital - Corporation: Finance And The Theory Of Investment** , American Economie Review, N° 3 Juin 1958, P P 261-267.
- Modigliani F, Et Miller M, **Corporate Income And The Cost Of Capital: A Correction** , The American Economic Review , 1963, P P 433 - 4

3- موقع الانترنت

- http://www.arablawinfo.com/Research_Search.asp?validate=articles&ArticleID=80 consulté le 25/03/2006.
- vb.arabsgate.com/showthread.php?t=460288 - **68k - Résultat complémentaire** -consulté le 18/09/2006.