

جامعة فرحات عباس سطيف - 1
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم المالية والمحاسبية



تسيير واستراتيجية مالية

مطبوعة محكمة موجهة لطلبة السنة ثانية ماستر.

تخصص: مالية المؤسسة.

إعداد:

الدكتور عياد السعدي.

الموسم الجامعي 2023 - 2024

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

وَمَا تَوْفِيقِي إِلَّا بِاللَّهِ عَلَيْهِ
تَوَكَّلْتُ وَإِلَيْهِ أُنِيبُ

فهرس المحتويات

الموضوع	الصفحة
المحور الأول : مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية	01
المحور الثاني : مقاربات إنشاء القيمة	15
المحور الثالث : عمليات التحكم في التسيير (تحليل سلسلة القيمة)	46
المحور الرابع : عمليات الاندماج والاستحواذ (تحليل الخرائط الاستراتيجية)	55
المحور الخامس: التنازل الجزئي و أو الكلي على الأصول؛ (تحليل محفظة الأنشطة)	67
المحور السادس: عمليات إعادة الهيكلة و التصحيح؛ (تحليل نموذج الأداء)	77
المحور السابع: دراسة حالات عملية	89
المراجع المعتمدة	123

في عالم الأعمال اليوم، يتركز الاهتمام في استراتيجية المؤسسة على القرارات المالية ذات الطابع الاستراتيجي، والتي تتطلع إلى المستقبل بتوجه استراتيجي يهدف لتحقيق الأهداف طويلة الأجل ، أهمها سياسات الاستثمار، والتمويل، وتوزيع الأرباح، التي تعتبر أساسية لاستمرارية المؤسسة. كما ينبغي كذلك الاهتمام بالسيطرة الفعالة على العمليات اليومية ودورة الاستغلال، التي تمثل الأساس الحقيقي لتحقيق الأهداف الاستراتيجية بثقة واستمرارية. ومن ثم، لا يمكن لاستراتيجية المؤسسة أن تكتمل بدون النظر إلى الجوانب التشغيلية، إذ تشكل جزءا أساسيا ومكملا للخطط طويلة الأجل التي تهدف إلى تحقيق النجاح المستدام.

تتضمن هذه المطبوعة دروسا في مقياس التسيير والاستراتيجية المالية والتي تم إعدادها وفق البرنامج الوزاري الذي أعدته اللجنة البيداغوجية لميدان التكوين في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، والذي يتكون من المحاور الأساسية التالية: مدخلا إلى الإدارة الاستراتيجية، المقاربات وإنشاء القيمة، عمليات التحكم في التسيير، عمليات الاندماج والاستحواذ، التنازل الجزئي وأو الكلي على الأصول، وأخيرا إعادة الهيكلة والتصحيح. تم تدعيم هذه المطبوعة بمجموعة من الحالات العملية المتوافقة مع المحاور المدروسة.

المحور الأول:
مدخل إلى الإدارة
الاستراتيجية

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية

1 القسم الأول: مدخل إلى الاستراتيجية

أولاً: مفهوم الاستراتيجية:

الاستراتيجية هي خطة شاملة ومتكاملة توجه قرارات المؤسسة وإجراءاتها نحو تحقيق أهدافها طويلة الأمد. تهدف الاستراتيجية إلى تحقيق ميزة تنافسية مستدامة من خلال استغلال الموارد المتاحة بفعالية، وتحليل البيئة الداخلية والخارجية، والاستجابة للتحديات والفرص. تشمل الاستراتيجية تحديد الأهداف، وصياغة الخطط، وتنفيذها، وتقييم الأداء لضمان تحقيق الأهداف والتكيف مع التغيرات.

تعود جذور كلمة "استراتيجية" إلى الكلمة اليونانية "Strategos" والتي كانت تشير إلى القائد العسكري المسؤول عن تخطيط وإدارة العمليات الحربية. الكلمة نفسها تتكون من جزئين **Stratos**: (جيش) و **ago**: (قيادة). بمرور الوقت، انتقل استخدام هذا المصطلح من المجال العسكري إلى مجالات أخرى مثل الأعمال والإدارة، حيث أصبح يشير إلى التخطيط والتوجيه لتحقيق أهداف معينة في مواجهة التحديات والفرص.

امتدت بعد ذلك إلى مجال الفكر الإداري وصارت مفضلة الاستخدام لدى المؤسسات الاقتصادية وغيرها من المنظمات الأخرى، حيث عرفها (Tomas1988) بأنها: "خطط و أنشطة المنظمة التي يتم وضعها بطريقة تضمن خلق درجة من التوافق بين رسالة المنظمة و أهدافها، و بين هذه الرسالة و البيئة التي تعمل بها بصورة فعالة و ذات كفاءة عالية¹ مهتمة بتحليل بيئتها وتحقيق المبادرة والريادة في مجال نشاطها.

وعليه يمكن القول أن الاستراتيجية مرتبطة بكيفية استغلال وتوزيع الموارد الذي تلزم به المؤسسة لتحقيق أهدافها الاستراتيجية في الأجل الطويل. هذا التعريف يقودنا إلى استنباط الملاحظات التالية:

① القرارات الاستراتيجية ترتبط دائماً بكيفية تخصيص الموارد سواء كان ذلك بسبب توفرت فواض مالية للمؤسسة تسعى لتعظيم عوائدها (القرار الاستثماري)، أو على العكس من ذلك تفتقر المؤسسة للموارد الكافية لتمويل كافة أنشطتها.

② مفهوم الالتزام في الأجل البعيد من بين ما يميز القرارات الاستراتيجية؛ حيث أنها قرارات يمتد أثرها على العديد من السنوات، ويصعب تغييرها بصفة دورية؛

③ يقترن مفهوم الاستراتيجية بالأهمية، ومادام لكل وظيفة في المؤسسة عناصر ذات أهمية، نجد هناك من يقسم الاستراتيجية بحسب الوظائف: الاستراتيجية التجارية، الاستراتيجية المالية، الاستراتيجية التصنيعية، استراتيجية إدارة الموارد البشرية، الخ؛

④ تتعلق الاستراتيجية بالأجل الطويل، هذا الأخير يختلف من قطاع لآخر.

⑤ يتم بناء الاستراتيجية من خلال مجموعة من القرارات أو الأفعال، أو كليهما، التي تسير في اتجاه محدد وتسمح لنا بتحديد طبيعتها. هذا هو المعنى الذي يتحدث عنه (Ansoff (1965 و (Andrews (1971 و Mintzberg

¹ اسماعيل محمد السيد، الإدارة الاستراتيجية: مفاهيم ومجالات التطبيق، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص 02.

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية

(1987) بالتحدث عن النمط. لكي تعتبر استراتيجية، يجب أن يكون هناك نمط، سواء كان ذلك نتيجة لقرارات مخطط لها قبل العمل أو ناتجة عن العمل نفسه¹.

ثانياً: تعريف الإدارة الاستراتيجية

الإدارة الاستراتيجية هي مجال دراسي وتطبيقي يشمل صياغة وتنفيذ القرارات الرئيسية التي تضمن تحقيق أهداف المؤسسة طويلة الأمد. هناك العديد من الرواد في هذا المجال الذين قدموا تعريفات ومفاهيم متنوعة للإدارة الاستراتيجية. حيث تعددت مفاهيم الإدارة الاستراتيجية بتعدد روادها، وكل منهم يقدم زاوية مختلفة لفهم وتطبيق الاستراتيجية في المؤسسات. من تحليل البيئة التنافسية وتطوير ميزة تنافسية مستدامة، إلى التكيف مع التغيرات وتطوير الاستراتيجيات الناشئة، تلعب الإدارة الاستراتيجية دوراً حيوياً في توجيه المؤسسات نحو النجاح المستدام. وفيما يلي بعض من أهم هذه المفاهيم وفقاً لروادهم:

❶ **إيغور أنسوف (Igor Ansoff):** عرف أنسوف الإدارة الاستراتيجية بأنها "عملية تحديد الأهداف طويلة الأمد، وتحليل البيئة الداخلية والخارجية، وتطوير الاستراتيجيات لتحقيق هذه الأهداف، وتخصيص الموارد الضرورية، وتقييم الأداء بانتظام للتكيف مع التغيرات".

❷ **مايكل بورتر (Michael Porter):** عرف بورتر الإدارة الاستراتيجية بأنها "عملية إيجاد موقع تنافسي متميز في السوق من خلال تحليل القوى التنافسية وتطوير ميزة تنافسية مستدامة".

❸ **بروس هندرسون (Bruce Henderson):** عرف هندرسون الإدارة الاستراتيجية كـ "عملية مستمرة لتحليل وتقييم الاستراتيجيات وتكييفها لتحقيق التفوق التنافسي".

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن الإدارة الاستراتيجية هي مجموعة من القرارات والنظم الإدارية التي تحدد رؤية ورسالة المؤسسة في الأجل الطويل في ضوء ميزتها التنافسية، وتسعى نحو تنفيذها من خلال دراسة ومتابعة وتقييم الفرص والتهديدات البيئية وعلاقتها بالقوة والضعف التنظيمي، وتحقيق التوازن بين مصالح الأطراف المختلفة.

ثالثاً: الأسئلة الاستراتيجية الثلاثة الرئيسية:

الأسئلة الاستراتيجية الثلاثة هي مجموعة من الأسئلة المحورية التي تساعد المؤسسات على صياغة استراتيجياتها وتحديد توجهاتها المستقبلية. هذه الأسئلة تساعد في توجيه التفكير الاستراتيجي وتحليل الوضع الحالي والتخطيط للمستقبل. يمكن تلخيص هذه الأسئلة على النحو التالي:

❶ أين هي المنظمة الآن؟

❷ إذا لم يحدث أي تغيير - إلى أين ستؤول المنظمة خلال خمس سنوات قادمة؟ وهل الإجابة مقبولة؟

❸ إذا كانت الإجابة غير مقبولة - ما هي التصرفات التي يجب أن تتخذها الإدارة؟ وما هي المخاطر والعوائد الناتجة عنها؟

¹ Francine Séguin, Taïeb Hafsi, Christiane Demers: Le management stratégique- de l'analyse à l'action, Les Éditions Transcontinental 2008, p23

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية

☑ أين نحن الآن؟

هذا السؤال يركز على تحليل الوضع الحالي للمؤسسة، ويشمل:

• تحليل البيئة الداخلية: تقييم نقاط القوة والضعف داخل المؤسسة، مثل الموارد المتاحة، الكفاءات الأساسية، والبنية التحتية.¹

• تحليل البيئة الخارجية: تقييم الفرص والتهديدات في السوق وفي البيئة التنافسية، باستخدام أدوات مثل تحليل SWOT (نقاط القوة، نقاط الضعف، الفرص، التهديدات) أو تحليل PESTEL (السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية، التكنولوجية، البيئية، القانونية).²

☑ إذا لم يحدث أي تغيير - إلى أين ستؤول المنظمة خلال خمس سنوات قادمة؟ وهل الإجابة مقبولة؟

هذا السؤال يحدد رؤية وأهداف المؤسسة المستقبلية، ويشمل:

- تحديد الرؤية: وضع تصور مستقبلي لما تريد المؤسسة أن تكون عليه.
- تحديد الأهداف: وضع أهداف واضحة، قابلة للقياس، محددة زمنياً، ومرتبطة برؤية المؤسسة.
- تحديد الاتجاه الاستراتيجي: تحديد المجالات الرئيسية التي ستركز عليها المؤسسة لتحقيق أهدافها، مثل الأسواق الجديدة، أو المنتجات الجديدة، أو تحسين الكفاءة التشغيلية.

☑ إذا كانت الإجابة غير مقبولة - ما هي التصرفات التي يجب أن تتخذها الإدارة؟ وما هي المخاطر والعوائد الناتجة عنها؟

هذا السؤال يركز على وضع خطة العمل والإجراءات اللازمة لتحقيق الأهداف المحددة، ويشمل:

- تطوير الاستراتيجيات: صياغة الاستراتيجيات والسياسات التي ستبناها المؤسسة للوصول إلى أهدافها.
- تخصيص الموارد: تحديد كيفية تخصيص الموارد (المالية، البشرية، المادية) لتحقيق الأهداف.
- تنفيذ الاستراتيجيات: وضع خطط تنفيذية مفصلة، تحديد المسؤوليات، وضمان أن كل جزء من المؤسسة يعمل نحو تحقيق الأهداف المحددة.
- تقييم الأداء: وضع آليات لمراقبة وتقييم الأداء بانتظام لضمان التقدم نحو الأهداف، وتعديل الاستراتيجيات إذا لزم الأمر.

رابعاً: نموذج الإدارة الاستراتيجية

بعد تحديد المؤسسة لطبيعة نشاطها الرئيسي ومختلف أنشطتها الفرعية، يتم المسح البيئي لكل من البيئة الخارجية

لتحديد الفرص والتهديدات وكذلك البيئة الداخلية لتحديد نواحي القوى والضعف في المؤسسة.

- يتم تحديد العوامل التي تعد أكثر أهمية لمستقبل المؤسسة والتي يطلق عليها مصطلح العوامل الاستراتيجية ؛

¹ David, F. R. Strategic management: A competitive advantage approach, concepts and cases, Pearson, 2016, pp 42-43

² De Robert M. Grant: Contemporary Strategy Analysis and Cases: Text and Cases, John Wiley & Sons, 2010, pp9-10

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية

- يتم تحديد الرؤية المستقبلية ورسالة المؤسسة؛
- في ضوء الرؤية المستقبلية ورسالة المؤسسة يمكن تحديد الأهداف والاستراتيجيات والسياسات التنظيمية.
- تقوم المؤسسة بتنفيذ هذه الاستراتيجيات والسياسات من خلال البرامج والموازنات والإجراءات، وتسخير الموارد اللازمة.
- أخيرا يتم تقييم الأداء والتأكد من الرقابة الملائمة على الأنشطة التنظيمية.

خامسا: مراحل الإدارة الاستراتيجية

عملية الإدارة الاستراتيجية تتكون من ثلاث مراحل: صياغة الاستراتيجية، تنفيذ الاستراتيجية، وتقييم الاستراتيجية. يتضمن صياغة الاستراتيجية تطوير رؤية ورسالة، وتحديد الفرص والتهديدات الخارجية للمؤسسة، وتحديد القوى والضعف الداخلية، ووضع الأهداف على المدى الطويل، وتوليد استراتيجيات بديلة، واختيار الاستراتيجيات المعينة للمتابعة. تشمل مسائل صياغة الاستراتيجية قرار ما إذا كان ينبغي دخول أعمال جديدة، وما إذا كان ينبغي التخلي عن أعمال معينة، وما إذا كان ينبغي التوسع في العمليات أو التنويع، وما إذا كان ينبغي دخول الأسواق الدولية، وما إذا كان ينبغي الاندماج أو تكوين شراكة.

تتضمن الإدارة الاستراتيجية أربع مراحل أساسية وهي:¹

1. المسح البيئي:

أ. تحليل البيئة الخارجية: تحتوي البيئة الخارجية على متغيرات (الفرص والتهديدات) وهي تقع خارج حدود التنظيم وليست تحت سيطرة ورقابة الإدارة العليا في الأجل القصير، وتحتوي البيئة الخارجية على عنصرين أو مجموعتين هما:

- البيئة العامة: حيث تتضمن البيئة العامة كل القوى الخارجية المؤثرة على القرارات التنظيمية القصيرة والطويلة منها وتشمل القوى الاقتصادية، التكنولوجية، الثقافية، الاجتماعية، والقوى السياسية والتشريعية.

- البيئة الخاصة أو بيئة العمل: تشمل كل العناصر أو المجموعات ذات التأثير المباشر على عمليات التنظيم الأساسية ومن بعض عناصرها المساهمين، الحكومة، أصحاب المصلحة... الخ

ب. تحليل البيئة الداخلية: تتكون البيئة الداخلية من متغيرات (عوامل القوة والضعف) داخل المؤسسة نفسها وتخضع لرقابة الإدارة العليا في الأجل القصير وتشمل البيئة الداخلية كل من:

- الهيكل التنظيمي: ويتضمن الاتصالات، السلطة، سلسلة القيادة والذي يتم وصفه في الخريطة التنظيمية.

- الثقافة: تشمل المعتقدات والتوقعات والقيم المشتركة فيما بين أعضاء المؤسسة.

- الموارد: تشمل أصول المؤسسة من أصول مادية ومهارات وقدرات بشرية ومواهب إدارية.

2. تكوين الاستراتيجية: تتعلق بوضع الخطط طويلة الأجل لمقابلة الفرص والتهديدات البيئية في مقابل مكان القوى والضعف التنظيمي، لذل فهي تتضمن تعريف رسالة المؤسسة وتحديد الأهداف التي يجب تحقيقها ووضع الاستراتيجيات والسياسات المرشدة للأعمال.

¹ David, F. R: op cit, p33

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية

3. تنفيذ الاستراتيجية: تنفيذ الاستراتيجية يتطلب من المؤسسة وضع أهداف سنوية، ووضع سياسات، وتحفيز الموظفين، وتخصيص الموارد بحيث يمكن تنفيذ الاستراتيجيات المصاغة. يشمل تنفيذ الاستراتيجية تطوير ثقافة داعمة للاستراتيجية، وإنشاء هيكل تنظيمي فعال، وتوجيه جهود التسويق، وإعداد الميزانيات، وتطوير واستخدام أنظمة المعلومات، وربط تعويض الموظفين بالأداء التنظيمي¹.

4. التقييم والرقابة: هي عمليات تتم لتتبع ورقابة أنشطة المؤسسة ونتائج أدائها الفعلي في مقابل الأداء المقدر والمخطط، ويقوم المديرين في كل المستويات الإدارية بالاعتماد على المعلومات المرتدة لاتخاذ التصرفات العلاجية وحل المشكلات. رغم أن التقييم والرقابة آخر عنصر من عناصر الإدارة الاستراتيجية إلا أنها قد تظهر نواحي ضعف في تنفيذ الاستراتيجية ومن ثم تحت العمليات في المؤسسة كلها على البدء من جديد مرة ثانية. يلاحظ أنه لضمان فعالية عملية التقييم والرقابة فلا بد من الحصول على تغذية عكسية فورية وسريعة وغير متحيزة عن الأداء في المؤسسة وفق تدرج مستوياتها. حيث أن هذا الاسترجاع يمكن المديرين من مقارنة ما حدث فعلا بالمخطط المقدر.

سادسا: المستويات الثلاثة للاستراتيجية

- استراتيجية المنظمة: وهي تصف توجهات المنظمة الكلية بما يعكس اتجاهاتها العامة نحو النمو وإدارة أعمالها وخطوط منتجاتها لتحقيق التوازن في مزيج منتجاتها. وتحدد استراتيجية المؤسسة طبيعة القرارات المتعلقة بنوع الأعمال التي يجب أن ترتبط بها المؤسسة وكذلك تدفق الموارد والأموال من وإلى أقسام المؤسسة، وأخيرا علاقات المؤسسة مع المجموعات الرئيسية للبيئة.

- استراتيجية الأعمال: يطلق عليها أحيانا الإستراتيجية التنافسية وعادة ما توضع على مستوى وحدات الأعمال الإستراتيجية وهي تركز على تحسين الوضع التنافسي لمنتجات أو خدمات المؤسسة في صناعة معينة أو في قطاع سوق معين.²

- الاستراتيجية الوظيفية: تتعلق أساسا بتعظيم الكفاءة، وتضع الاستراتيجيات لتحسين الأداء في مختلف الوظائف في ظل القيود الداخلية المتاحة.

سابعا: التكيف الاستراتيجي

مفهوم التوافق الاستراتيجي يشير إلى تناسق استراتيجية الشركة، أولا، مع بيئتها الخارجية وثانيا، مع بيئتها الداخلية، خصوصا مع أهدافها وقيمتها ومواردها وقدراتها. إحدى الأسباب الرئيسية لتراجع وفشل الشركات هو استراتيجية تفتقر إلى التناسق إما مع البيئة الداخلية أو الخارجية. كذلك يرتبط أيضا بالتناسق الداخلي بين مختلف عناصر استراتيجية الشركة. الاستراتيجية الفعالة هي تلك التي يكون فيها كل القرارات والإجراءات التي تشكل الاستراتيجية

¹David, F. R. :op cit, PP33-35

²Jean-Pierre Detrie:Strategor Politique générale de l'entreprise,Dunod,2005,p11

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية

متناسقة مع بعضها البعض لخلق موقف استراتيجي متسق واتجاه للتطور. هذا المفهوم من التوافق الداخلي يعد أساسيا في تصور مايكل بورتر للشركة كنظام نشاط.¹

القسم الثاني: التجزئة الاستراتيجية وتحديد العوامل الرئيسية للنجاح

يصعب ضبط مفهوم التقسيم أو التجزئة الاستراتيجية لكونه يستند إلى مجموعة واسعة من المعايير. ولتسهيل الفهم يمكن الاستعانة بوجهة نظر المحللين الماليين، حيث أمام محفظة نشاطات متنوعة لمؤسسة ما، يقارن المحللون أدائها بمجموع أداء كل المؤسسات المتخصصة في كل من هذه الأنشطة التي تتواجد فيها. ومن ثم، فإن المعايير التي يقوم عليها التقسيم الاستراتيجي هي وجود منافسين متخصصين في كل المجالات التي تعمل فيها المؤسسة، وبذلك فإن هؤلاء المنافسين بمثابة معيار للمقارنة مع أداء الشركة المدروسة. ومن ثم فهي رؤية خارجية للتجزئة الاستراتيجية، حيث يتم تقسيم المؤسسة من خلال العناصر الخارجية التي تحدد الصناعات التي توجد بها المؤسسة.

لكن وعلى الرغم من أن هذه النظرة الخارجية للتجزئة مهيمنة في الوقت الراهن، إلا أنه لا ينبغي إهمال وجهة النظر الداخلية، أي نظرة الإدارة العامة للمؤسسة، لأن اتخاذ أي قرار بشأن تخصيص موارد المؤسسة يتطلب نهجا أكثر تفصيلا قائم على تحليل الكفاءات الداخلية والعوامل الرئيسية للنجاح، وليس فقط على مفهوم الصناعة، فهذا الأخير يمكن أن يغطي مجموعة من الأنشطة غير المتجانسة، كما نجد في نفس الصناعة، مجموعات استراتيجية مختلفة ومتمايزة.

أولا: تعريف التجزئة الاستراتيجية

يعرف الجزء الاستراتيجي على أنه مجموعة من الأنشطة المتناسقة من السلع والخدمات وبعبارة أدق، تجمع التجزئة الاستراتيجية عددا من الأنشطة التي تحتاج نفس المهارات وتمتاز بنفس توليفة العناصر الأساسية للنجاح (**facteurs** **clés de succès ou fcs**) ونعني بهذه الأخيرة، العناصر الاستراتيجية التي ينبغي للمؤسسة التحكم فيها من أجل مواجهة المنافسة، فهي بذلك تحيل إلى مهارة، مورد، أو أصل يسمح للمؤسسة بالنجاح في تحقيق مستويات نشاط أفضل من منافسيها، من حيث كونها تمكن المؤسسة من تقديم منتجات بأقل تكلفة، أو تقديم منتج أعلى جودة أو إشباعها بالنسبة للعميل، وبالتالي تشكل العناصر الأساسية للنجاح **FCS** أهم عنصر في التجزئة الاستراتيجية.²

ثانيا: أهداف التجزئة الاستراتيجية

تهدف التجزئة الاستراتيجية إلى تقسيم أو تجميع الأنشطة إلى مجموعة متجانسة تسمى أقسام استراتيجية أو ميادين النشاط الاستراتيجية **(DAS) domaines d'activité stratégique**. ويهدف هذا التجميع لمعرفة طبيعة وآلية عمل مختلف الوظائف بدقة من جهة، ومن جهة أخرى لضبط الأهداف ورصد الموارد الخاصة بكل نشاط، وبهذا المعنى تكون التجزئة من العناصر الضرورية عند القيام بأي تشخيص استراتيجي، إذ تعتبر الخطوة الأولى في هذا الاتجاه. من المهم الإشارة إلى أن عملية التجزئة يمكن تطبيقها بطريقة غير متميزة لقطاع نشاط أو في مؤسسة.

¹ Robert M. Grant:op cit,p10

² David, F. R :op cit, p98

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية

- **حالة قطاع النشاط:** يتمثل الهدف في تحديد طبيعة مختلف الشرائح أو الأجزاء بدقة بالغة لتحديد درجة جاذبيتها والمهارات المطلوبة لتطويرها. هذا التحليل يساعد على الكشف عن فرص إطلاق أو الحصول على أنشطة جديدة للشركة ويوجه اختيار استراتيجية الإدارة لمحفظه الأعمال.

- **حالة المؤسسة:** عملية التجزئة هي مسألة توضيح بنية المؤسسة من خلال تحديد مختلف الأنشطة التي تشكلها ومن الضروري أيضا استنباط خيارات استراتيجية عامة محددة لكل نشاط (تنفيذ إدارة تكيف مع مميزات النشاط المحدد). كما أن التقسيم يجعل من الممكن توجيه الخيارات الإدارية لحافظة الأعمال حيث أنها تشكل شرطا أساسيا لقرارات الاستثمار أو سحب الاستثمارات (تطوير نشاط يعتبر جذابا أو الانسحاب من نشاط ما يعد أقل جاذبية). يطلق على قطاع الأعمال التجارية تسمى ميادين النشاط الاستراتيجية (DAS).

بالإضافة إلى ذلك، من المهم التمييز بين عملية تجزئة التسويق وعملية التجزئة الاستراتيجية، في الواقع، إذا كان النهج متشابها في كلتا الحالتين، فإن موضوع التجزئة يختلف حيث :

يهدف تقسيم التسويق: إلى الجمع أو تقسيم المستهلكين في السوق إلى مجموعات متجانسة من حيث سلوك الشراء بمعنى الشركة هنا لا تستطيع تلبية الاحتياجات المحددة لكل العملاء، تكيف نشاطها مع المنتجات والسوق، بمعنى تحديد احتياجات فئات معينة من المستهلكين وفقا لمعايير موضوعية (الجنس، العمر..) أو ذاتية (الشخصية وأنماط الحياة.. الخ). يتم استهداف هذه المجموعات التي تم تشكيلها بعد ذلك (اختيار مجموعات المستهلكين التي تستهدفها الشركة) وتحديد التموقع (اقتراح عرض ما يتماشى مع توقعات العملاء وتحديد مزيج تسويقي متجانس).

تهدف التجزئة الاستراتيجية: إلى الجمع بين الأنشطة وليس المستهلكين وتحديد مجموعات متجانسة بميزات متطابقة. وبهذا المعنى فإن تجزئة التسويق تأخذ رؤية قصيرة الأجل وتركز اهتمامها على الجوانب التجارية وتتجاهل بعض المنافسين من خلال النظر فقط إلى أولئك الذين يقومون بتصنيع نفس المنتج.

تتطلب عملية التجزئة الاستراتيجية في المقام الأول تحديد المعايير ذات الصلة بتجميع و/أو تقسيم الأنشطة إلى مجموعات متجانسة. وفي خطوة ثانية يكون من الضروري التحقق من استيفاء شروط صلاحية التجزئة التي تم الحصول عليها وأخيرا، من المهم أن نضع في اعتبارنا الطبيعة الذاتية لعملية التجزئة أو التقسيم.

ثالثا: معايير التجزئة ومصفوفة التجزئة:

يتطلب تحديد النشاط وتعريفه استخدام معايير للتجزئة وتتوقف على اختيارها إلى حد كبير النتيجة التي يتم الحصول عليها. ومع ذلك لا يوجد توافق حقيقي في الآراء حول المعايير التي يجب استخدامها لا سيما بسبب الطبيعة الطارئة لعملية التجزئة.¹

بداية من عام 1965 اعتمدت عدة طرق تهدف إلى تحديد طبيعة النشاط:

- **الطريقة الأولى** لتحديد النشاط تتم بالاعتماد على خصائص المنتجات المصنعة: الآلات المستخدمة على سبيل المثال أو أصناف السيارات.

¹ Franck Brulhart, op cit, p21

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية

- الطريقة الثانية تقوم على تحديد النشاط بالاعتماد على طبيعة الصناعة أو التكنولوجيا المستخدمة لتصميم أو تصنيع المنتجات مثل صناعة الصلب والألمنيوم والزجاج.

- الطريقة الثالثة تقوم على وصف وتجزئة الأنشطة من خلال أسواقها.

في السياق المحدد للتجزئة، يشير مصطلح السوق (أو الخدمة المراد تقديمها) إلى التوقعات والاحتياجات التي يسعى العميل إلى إرضائها (غسيل الملابس أو التنقل في أرجاء المدينة على سبيل المثال) وإلى خصائص العملاء (أفراد مؤسسات، أسر، فئة العزاب) وإذا كانت كل هذه المعايير المأخوذة بشكل مستقل غير كاف لتحديد طبيعة النشاط بدقة فمن الممكن الجمع بينها.

رابعاً: نماذج التجزئة الاستراتيجية

1. نموذج أنسوف ANSOFF: نموذج أنسوف، المعروف أيضاً بمصفوفة أنسوف أو مصفوفة النمو، هو أداة استراتيجية تستخدمها المؤسسات لتحديد استراتيجيات النمو الممكنة بناء على المنتجات والأسواق، يساعد هذا النموذج المؤسسات في اتخاذ قرارات حول كيفية توسيع نطاق عملها من خلال التركيز على الأسواق الحالية والجديدة وكذلك المنتجات الحالية والجديدة.

يمكن تقسيم نموذج أنسوف إلى أربعة استراتيجيات رئيسية: اختراق السوق، تطوير السوق، تطوير المنتجات، التنوع.

يركز اختيار أنسوف لتجزئة الأنشطة على توصيف نشاط ما عن طريق الجمع بين عنصر الصناعة **composante métier** وعنصر السوق **composante marché** وبهذا المعنى فإن مجموعة متجانسة من حيث المنتج أو الخدمة (نوع العرض المصمم أو المصنوع أو الموزع) ومن حيث السوق (نوع العميل) يحدد شريحة استراتيجية.

• **علاقة نموذج أنسوف بالتجزئة الاستراتيجية:** نموذج أنسوف يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالتجزئة الاستراتيجية من خلال تمكين الشركات من تحديد استراتيجيات النمو المناسبة بناءً على تحليل الأسواق والمنتجات. إليك كيف يمكن استخدامه في التجزئة الاستراتيجية:

- **تحديد الشرائح السوقية المستهدفة:** من خلال تطوير السوق، يمكن للشركات تحديد شرائح جديدة واستهدافها بمنتجات حالية. هذا يتطلب تحليلاً دقيقاً للسوق لتحديد الشرائح الأكثر جاذبية.

- **تطوير عروض منتجات مخصصة:** من خلال تطوير المنتجات، تستطيع الشركات تقديم منتجات جديدة تلبي احتياجات الشرائح السوقية الحالية. هذا يمكن أن يتطلب تجزئة السوق بناءً على تفضيلات العملاء واحتياجاتهم.

- **تحقيق النمو المتكامل:** عبر استراتيجيات التنوع، يمكن للشركات دخول أسواق جديدة بمنتجات جديدة، مما يتطلب تحليلاً دقيقاً لتجزئة السوق لفهم الفرص والمخاطر المحتملة.

• **تطبيق نموذج أنسوف في التخطيط الاستراتيجي:** يمكن تطبيق نموذج أنسوف في عملية التخطيط الاستراتيجي للمؤسسات من خلال الخطوات التالية:

- **تحليل الوضع الحالي:** فهم السوق الحالي والمنتجات المتاحة.

- **تحديد الأهداف الاستراتيجية:** وضع أهداف واضحة للنمو.

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية

- اختيار الاستراتيجية المناسبة بناءً على تحليل السوق والمنتجات، اختر الاستراتيجية الأنسب (اختراق السوق، تطوير السوق، تطوير المنتجات، أو التنوع).

- تنفيذ الاستراتيجية: تطوير خطط تنفيذية واضحة لتحقيق الأهداف المحددة.

- مراقبة وتقييم الأداء: مراقبة النتائج وتقييم الأداء بانتظام، وتعديل الاستراتيجيات إذا لزم الأمر.

باستخدام نموذج أنسوف، يمكن للمؤسسات تحديد استراتيجيات النمو الأكثر فعالية بناءً على تحليل متكامل للأسواق والمنتجات، مما يساعدها على تحقيق أهدافها الاستراتيجية بفعالية وكفاءة.

2. نموذج أبيل وهاموند abell et hammond :

النموذج المقترح من أبيل وهاموند abell et hammond يقوم على توسعة النموذج السابق إلى ثلاث محاور وفق هذا النموذج، يتطلب توصيف تجزئة استراتيجية على أساس تحديد دقيق ل مجموعة العملاء الذين يشترون المنتج أو الخدمة، الوظيفة التي يؤديها المنتج أو الخدمة لهؤلاء العملاء، وأخيرا الطبيعة الدقيقة للعرض (المنتج أو الخدمة)

⊙ **مجموعة العملاء**: يجب على الشركات تحليل مجموعة العملاء بدقة، بما في ذلك تحديد الشرائح السوقية المختلفة واحتياجاتها وتفضيلاتها. يتضمن ذلك تقسيم العملاء إلى فئات مختلفة بناءً على العمر، الجنس، الموقع الجغرافي، الدخل، والعوامل الديمغرافية والسلوكية الأخرى.

⊙ **وظيفة المنتج أو الخدمة**: تشمل هذه المحور الفهم الدقيق لكيفية تلبية المنتج أو الخدمة لاحتياجات ورغبات العملاء في كل فئة، يتضمن هذا تحليل مدى فعالية المنتج أو الخدمة في حل المشكلات أو تلبية الاحتياجات الخاصة بالعملاء.

⊙ **العرض**: يشمل هذا المحور فهم العرض بدقة، بما في ذلك خصائص المنتج أو الخدمة والقيمة المضافة التي يقدمها للعملاء. يتضمن ذلك أيضا تقييم كيفية تمييز العرض عن منافسيه ومدى جاذبيته للعملاء في الفئات المستهدفة.¹ بناءً على هذه الثلاثة المحاور، يمكن للشركات إجراء تحليل تجزئة استراتيجية شامل يشمل:

- تحديد الشرائح السوقية المستهدفة بدقة وتفضيلاتها.

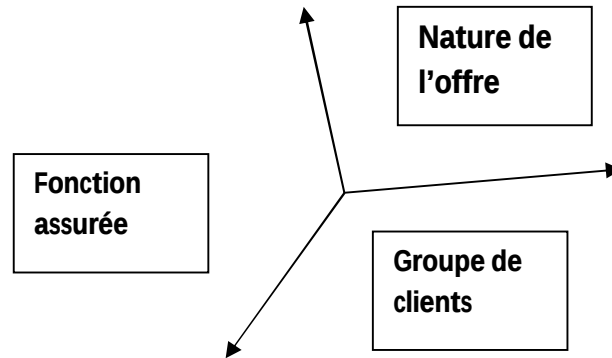
- فهم كيفية تلبية المنتج أو الخدمة لاحتياجات العملاء في كل فئة.

- تحليل العرض بدقة لتحديد الفوارق التنافسية وتحديد الفرص التسويقية وتحديد الأماكن التي يمكن تحسينها.

هذا النموذج المعدل يمكن أن يساهم في توجيه استراتيجيات التجزئة بشكل أفضل من خلال فهم أعمق للاحتياجات والتفضيلات والسلوكيات للعملاء المستهدفين، وتوجيه تطوير المنتجات والخدمات بما يتماشى مع تلك الاحتياجات، وتحديد العوامل التي تجعل العرض فريدا وجاذبا للعملاء.

¹ Franck Brulhart : Les 7 points clés du diagnostic stratégique Avec la Méthode des Cas, Éditions d'Organisation Groupe Eyrolles, 2009, p21

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية



مثال: في مجال الفنادق والضيافة، يمكن تطبيق نفس المبدأ لتحليل تجزئة استراتيجية بناءً على الأبعاد الثلاثة المذكورة:

- **المهمة المقدمة:** يمكن تجزئة المهمة المقدمة في مجال الضيافة بناءً على نوعية الإقامة، مثل الفنادق الفاخرة، والمنتجعات، والشقق المفروشة بالإضافة إلى ذلك، يمكن تقسيم المهمة المقدمة بناءً على الخدمات المقدمة، مثل الإقامة فقط، أو الإقامة مع وجبات الطعام، أو الخدمات الإضافية مثل مراكز الترفيه أو المسابح.

- **العرض المقدم:** يمكن تجزئة العرض المقدم بناءً على مستوى الراحة والتجهيزات، مثل الغرف القياسية، والأجنحة الفاخرة، والفيلات الخاصة. يمكن أيضاً تقسيم العروض بناءً على الخصائص الخاصة، مثل الفنادق المخصصة للعائلات مع مناطق اللعب والترفيه، أو الفنادق الموجهة للمسافرين بغرض العمل مع مراكز الاجتماعات والمرافق العملية.

- **العملاء:** يمكن تجزئة العملاء بحسب الاحتياجات والتفضيلات، مثل الزبائن الذين يبحثون عن تجربة فاخرة ومريحة، والزبائن الذين يبحثون عن إقامة اقتصادية وميسرة. بالإضافة إلى ذلك، يمكن تقديم العروض بحسب السلوك السفري، مثل السياح الذين يبحثون عن الاسترخاء والاستجمام، مقابل المسافرين الذين يبحثون عن النشاط والمغامرة.

الاستراتيجية: يمكن تقديم فندق فاخر يتميز بالغرف الفاخرة والخدمات الفاخرة للزوار ذوي الدخل المرتفع، بينما يمكن تقديم فندق بسيط بأسعار معقولة مع خدمات أساسية للمسافرين ذوي الميزانية المحدودة، كما يمكن تقديم منتج فاخر متخصص في الراحة والترفيه للزوار الذين يبحثون عن تجربة فاخرة ومميزة.

3. انتقادات النموذج:

يمكننا انتقاد نموذج أنسوف 1965 القائم على تحديد الثنائية منتج/سوق لاسيما بسبب الأهمية الزائدة التي تعطى للخبرة التجارية على حساب المعرفة التكنولوجية وبالتالي فإن طريقة التجزئة هذه أقرب إلى التجزئة في التسويق من التجزئة الاستراتيجية الحقيقية. وعليه فإن اقتراح أبيل وهاموند 1979 أحسن بميزة توسيع مجال التجزئة من خلال مراعاة الوظيفة التي يكلفها العرض. ومع ذلك فإن العوامل التكنولوجية الرئيسية خاصة تلك المتعلقة بالصناعة لم تأخذ نصيبها من الاهتمام في هذا النهج. ولهذا السبب وبعد مقارنة هذين النموذجين الأساسيين من المناسب اقتراح نموذج توافقي عام ومتكامل في نفس الوقت ويقوم على أساس فئتين من المعايير المراد دمجها، أو على أساس كل حالة على حدى تبعا للموقف: فئة مرتبطة بالعرض - تتعلق بطبيعة المنتج أو الخدمة، أو الصناعة المعنية أو التكنولوجيا المستخدمة -

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية

وأخرى مرتبطة بالطلب (متعلقة بخصوصية فئة الزبائن، الوظيفة المقدمة أو نوع التوقعات أو الاحتياجات التي تم إشباعها).

تسمح المزاوجة بين معايير هاتين الفئتين من المتغيرات (أو مصفوفة التجزئة) باقتراح تجزئة استراتيجية لقطاع نشاط معين أو لأنشطة مؤسسة ما على هذا الجدول:

مصفوفة التجزئة		
فئة العرض المنتج أو الصناعة أو التكنولوجيا	تجزئة 1	تجزئة 2
	تجزئة 3	تجزئة 4
	تجزئة 5	تجزئة 6
	فئة الطلب الزبائن الخدمات المقدمة التوقعات	

اعتمادا على الخصائص المميزة لقطاع أو مؤسسة ما، يختار المحلل استخدام بعد معين في فئة العرض (نوع التكنولوجيا مثلا) وبعد معين في فئة الطلب (وظيفة مقدمة على سبيل المثال) وبالتالي يتم تحديد عدد الشرائح بناء على حاصل ضرب عدد القيم المتعلقة بمحور "العرض" وعدد القيم المتعلقة بمحور "الطلب" ولكن مع وجود احتمال أن أحد الأجزاء النظرية الناتجة عن تقاطع المحاور ليس له وجود ملموس وفي هذه الحالة سيتم إزالتها ببساطة من التحليل.

القسم الثالث: الاستراتيجية المالية

أولا: مفهوم الاستراتيجية المالية

الاستراتيجية المالية هي تلك التي تهدف إلى تحقيق والحفاظ على مرونة مالية كبيرة. بالمثل، تهدف استراتيجية الموارد البشرية إلى توظيف وتطوير ومكافأة المواهب التي تحتاجها الشركة أو الوحدة لتحقيق أهدافها¹.

حيث تقوم الاستراتيجية المالية بتحديد الاستراتيجيات الممكنة القادرة على تعظيم القيمة الحالية الصافية لكيان ما، وتخصيص موارد رأس المال الشحيحة بين الفرص التنافسية وتنفيذ ورصد الاستراتيجية المختارة لتحقيق الأهداف المعلنة.

ثانيا: الدور الاستراتيجي للمالية

تشير الاستراتيجية المالية إلى كيفية توزيع الموارد عبر مجموعة من المنتجات، الأسواق، والتقنيات لتحقيق الأهداف المسطرة. حيث تضمن الوظيفة المالية الحصول على الأموال واستخدامها بكفاءة لتحقيق هذه الأهداف.

الوظيفة المالية هي الرابط الأساسي بين الخطط الاستراتيجية وتنفيذها، وتلعب دورا محوريا في نشر الأموال لتحقيق الأهداف الاستراتيجية؛ يجب أن تستجيب وظيفة المالية للتغيرات التنظيمية بسرعة. تشمل العناصر الرئيسية للوظيفة المالية الاستراتيجية التخطيط الاستراتيجي، تحديد هيكل رأس المال الأمثل، إدارة العلاقات المالية الخارجية، التخطيط المالي التشغيلي، وإدارة الخزنة والديون والمخاطر.

¹ Francine Séguin, Taïeb Hafsi, Christiane Demers:op cit,p39

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية

يتكون فريق المالية من المدير المالي، المديرين الإداريين الكبار ومديري المالية للوحدات التجارية، حيث يعتبر المدير المالي جزءا من فريق الإدارة العليا المعني بالاتجاه الاستراتيجي للأعمال، تشمل وظائف المالية أيضا فرق متخصصة مثل فريق الاندماج والاستحواذ.¹

ثالثا: أهداف الاستراتيجية المالية

تعتبر الوظيفة المالية للمؤسسة أهم العوامل الأساسية لاستمرارية النشاط، وتحقيق الأهداف المرتبطة بضمان النمو، وتوسيع حافظة النشاطات وتشكيل المنتجات ؛
ولبلوغ هذه الأهداف، تتولى السياسة المالية مهام توفير الوسائل والإمكانيات المالية الضرورية، وتتلخص هذه الأهداف في العناصر التالية:

- ضمان المستوى الأمثل من السيولة المالية *La liquidité*، وبالتالي قدرة المؤسسة على مواجهة الاستحقاقات المالية، وتفادي مخاطر التوقف عن الدفع ؛
- تحقيق مردودية عالية عن طريق تقليل تكاليف الاستدانة والأموال الخاصة ؛
- تمويل الاستثمارات و دورة الاستغلال .
- تمويل النمو على المدى المتوسط والطويل، ولا يتحقق هذا إلا من خلال تحقيق نتائج عالية، والتحكم الكبير في التوازن المالي على مستوى الخزينة.

رابعا: رهانات الاستراتيجية المالية

إن توجه المؤسسة نحو البحث عن وسائل تمويل، لتغطية الاحتياجات المالية المتزايدة للنمو، ينجم عنه عدة مخاطر، مرتبطة إلى حد كبير ببقاء المؤسسة، ووضعيتها التنافسية في السوق. وتظهر هذه المخاطر من خلال علاقة المؤسسة، بحاملي رؤوس الأموال، ومدى مساهمتهم في رأس مال المؤسسة، وهذا ينتج عنه تبعية مباشرة، لها تأثير على توجهات المسيرين، بسبب تنامي سلطة المساهمين في مراكز المسؤولية واتخاذ القرار، هذه التبعية قد تمتد حتى إلى القرارات الاستراتيجية، وبالتالي قد تمس مستقبل المؤسسة، بسبب اتخاذ قرارات مالية غير مناسبة.
إذن فقرارات التمويل لها تأثير كبير على التوجهات الاستراتيجية للمؤسسة، فبقاء المؤسسة واستمرارية النمو، مرتبط بدرجة الاستقلالية المالية، وبالتالي يتوجب إيجاد التشكيلة المثلى للمصادر المالية، التي تضمن تلبية احتياجات النمو، وتحافظ في نفس الوقت على الاستقلالية المالية.

خامسا: قيود تنفيذ الاستراتيجية المالية

تواجه المؤسسة عدة قيود، يفرضها المحيط المالي للمؤسسة، حيث تضطر المؤسسة للتعامل مع هذه القيود من خلال عدة أوجه مختلفة، تتحدد عن طريق الأهداف المسطرة :
- تستجيب السياسة المالية لقيد الملاءة *La Solvabilité*، أي ضرورة تجنب الاختلالات المالية على مستوى الخزينة، والوصول إلى أعلى درجات اليسر المالي ؛

¹ Rajesh B. Kumar: Strategic Financial Management Casebook, Academic Press, 2016, pp10-11

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية

-ضمان المردودية المالية، و ذلك من خلال دراسة اقتصادية لتكلفة رأس المال، و اختيار الهيكل المالي الذي يحقق مستويات عليا من المردودية .

-إن ارتباط السياسة العامة بإطار مرجعي تحدده السياسة العامة، يشير إلى محدودية الاستقلالية لهذه السياسة، إلا أن هذه التبعية لا تمنع السياسة المالية من تحقيق دورها الأساسي المتمثل في ضمان لتمويل و الحفاظ على الثروة و الاستقلالية المالية للمؤسسة.

-تحدد السياسة المالية للمؤسسة، بناء على توجهات السياسة العامة، و التي تركز على مخطط إستراتيجي بعيد المدى، حيث تعتبر السياسة المالية إحدى التكتيكات الأساسية لتنفيذ الإستراتيجية، ولا يتحقق ذلك إلا بواسطة قرارات مالية، تندرج ضمن أولويات السياسة المالية، تهدف إلى إيجاد التوليفة المثلى من القرارات المختارة، و المحددة في إطار السياسة العامة.

سادسا: التخطيط المالي

يعرف التخطيط المالي بأنه تحديد مسبق للأنشطة المطلوب تنفيذها وبيان كيفية إنجازها والمساهمة في تحديد نوعية الإنجها والوسائل المستخدمة والوقت المطلوب لذلك، وهي ترجمة رقمية لسياسات المشروع المالية خلال فترة زمنية قادمة ، كما يعني استخدام أدوات التخطيط والتنبؤ المالي مثل الموازنة النقدية التقديرية وتحليل التعادل والرافعة التشغيلية والمالية.¹

1. التخطيط المالي الاستراتيجي: يعرف Goodstein وآخرون التخطيط الاستراتيجي كعملية تصور المنظمة لمستقبلها وتطوير الإجراءات والعمليات اللازمة لتحقيقه. يتضمن التخطيط الاستراتيجي اختيار الأهداف، الرسالة، السياسات، البرامج، والأهداف الرئيسية، وتخصيص الموارد.

يعدّ التقييم طويل الأجل للفرص التي تخلق قيمة ضمن الإطار الاستراتيجي أساسياً لمستقبل الشركة. يشير Gluck وآخرون إلى أن الشركات تتطور عبر أربع مراحل لتطوير القدرة على الإدارة الاستراتيجية:

⊙ **التخطيط المالي البسيط:** تطوير الميزانيات السنوية والأهداف المالية بناء على جداول الأنشطة لتحقيق الميزانيات والأهداف.

⊙ **التخطيط القائم على التوقعات:** هيمنة الميزانيات متعددة السنوات ومحاولات توقع المستقبل.

⊙ **التخطيط الاستراتيجي:** تحليل الوضع، تقييم البيئة، تحديد البدائل الاستراتيجية في سياق التفكير الاستراتيجي.²

2. الرقابة وتحليل البيانات المالية: لابد من إيجاد إجراءات رقابية فعالة على تنفيذ الخطط وتحديد الانحرافات بعد وضع المعايير المناسبة وتصحيح الانحرافات واستخدام أسلوب التحليل المالي الذي يعني دراسة البيانات المالية وتحويلها إلى نمط أو شكل من المعلومات النسبية أو المطلقة التي تفيد في معرفة الجوانب الإيجابية والسلبية وتقييم كفاءة التنفيذ المالي والتشغيلي للمشروع خلال فترة زمنية معينة، وتساعد عمليات التحليل في متابعة إنجاز أنشطة المشروع بكفاءة.

¹ دريد كامل آل شبيب: إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار البازوري، الأردن، 2010، ص 44

² Rajesh B. Kumar: op cit, p5

المحور الأول: مدخل إلى الإدارة الاستراتيجية

سابعاً: القرارات المالية

تتمثل أهم القرارات المالية الاستراتيجية للمؤسسة في:

1. **قرارات الاستثمار:** وتشمل هذه الوظيفة جميع القرارات الخاصة باستثمار الأموال في مختلف أنواع أصول المنظمة وذلك بعد أن تقوم الإدارة المالية بتحديد احتياجاتها المالية المتوقعة، وحصولها على الأموال اللازمة لتلبية هذه الاحتياجات ، ويتوجب عليها أيضاً أن تتأكد من أن الموارد المتاحة لها قد وجهت لأفضل استخدام اقتصادي داخل المنظمة وتحقق منه أكبر الفوائد والمنافع الممكنة
2. **قرارات التمويل:** وتشمل هذه الوظيفة جميع القرارات المتعلقة بتقييم أثر استعمال مختلف أنواع التمويل مثل: التمويل قصير الأجل أو الطويل الأجل في قيمة المنظمة وربحيته، وذلك بعد أن تكون الإدارة المالية قد تعرفت على احتياجاتها من الأموال، حيث تبدأ بالبحث عن مصادر التمويل المناسبة لمواجهة هذه الاحتياجات.

المحور الثاني:
مقاربات
إنشاء القيمة

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

القسم الأول: الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة

أولاً: مفهوم قيمة المؤسسة

سنحاول التطرق لمفهوم القيمة حسب الفكر الاقتصادي والفكر المحاسبي والمالي.

1. مفهوم القيمة:

يعتبر موضوع القيمة من أهم المواضيع التي لقيت اهتمام الدارسين في مختلف العلوم لاسيما علم الفلسفة، علم الاجتماع، حيث في مجال علم الاقتصاد احتل نطاقاً واسعاً نظراً لكونه يجمع بين العديد من المفاهيم الأساسية، كما يسمح الإمام به فهم الكثير من مواضيع النظرية المالية.

فالنظريات الاقتصادية عبر فترات متتالية اختلفت في تحديد مفهوم القيمة بشكل دقيق، فقد تتحدد القيمة بالعرض والطلب أو بالمنفعة أو تكلفة الإنتاج أو العمل، حيث تظهر القيمة في الوقت الراهن كمفهوم شامل في علوم التسيير.

حيث يمكن تعريف القيمة لغةً كما يلي: قيمة الشيء بقدره، وقيمة المتاع: ثمنه، أي المقابل الذي يقوم مقامه، سواء "أخذ هذا الثمن حجماً معيناً من البضائع أو عدداً معيناً من وحدات النقود التي يمكن مبادلته بها".¹ كما يمكن القول أن القيمة عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من جراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر.²

2. مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي

يؤكد الفكر الاقتصادي عند معالجته لموضوع القيمة على ضرورة التمييز بين نوعين من القيمة وهما: قيمة المبادلة (Value Exchange) والقيمة الاستعمالية (Value in Use)، فقيمة المبادلة تستخدم كوسيلة للتعبير عن مبادلة السلع والخدمات ببعضها البعض، بحيث تحدد قيمة السلعة بمقدرتها على اقتناء سلعة أو سلع أخرى عند مبادلتها بوحدة واحدة منها، فهي إذن تعبير عن العلاقة الكمية بين السلع محل المبادلة، في حين تستخدم القيمة الاستعمالية كوسيلة للتعبير عن مدى نفعية السلعة أو الخدمة عندما يتم استخدامها من قبل المستهلكين، وبذلك تتحدد قيمة الشيء بمقدار المنافع الشخصية التي يتم إشباعها من استخدامها.³

وفي هذا الإطار قام "آدم سميث" عند معالجته لكيفية تحديد قيمة المبادلة بناءً على فكرة تقسيم العمل بالتفريق بين استعمالين لتكلفة القيمة، حيث أوضح أن إحداها تدعى بالقيمة الاستعمالية ويقصد بها منفعة الشيء، أما الأخرى فتدعى قيمة المبادلة والتي يقصد بها ما للشيء من قدرة على شراء سلع أخرى، وقد قدم مثال عن التناقض الذي يمكن

¹<http://www.almougem.com/mougem>

² طارق عبد العال حماد: التقييم-تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة-، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 06-05.

³ موسى بن منصور: آثار الانضمام على الشركات المنضمة، رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2009، ص 114.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

أن يفسر عن وجود هذين المفهومين للقيمة، فالواقع أثبت أنه يمكن أن نجد شيئاً يتمتع بقيمة استعمال كبيرة في حين أن قيمته التبادلية ضئيلة جداً أو معدومة، والعكس صحيح ومثال ذلك الماء والملابس¹.

وعلى الرغم من هذا التمييز إلا أن الفكر الاقتصادي عند تفسيره لمفهوم القيمة يركز على قيمة المبادلة، لسهولة الإلمام بقواعدها وأسسها مقارنة بقيمة الاستعمال، إذ يؤكد بأنها ظاهرة تنتمي إلى إنتاج المبادلة فقط، حيث تتميز السلع من الناحية الكيفية بخاصية مشتركة تجعلها قابلة للتبادل فيما بينها رغم اختلاف قيم استعمالها، وتتمثل هذه الخاصية في أن كل السلع نتاج العمل الاجتماعي المجرد، وبذلك فإن القيمة تعبر عن نفسها في شكل قيمة المبادلة التي هي علاقة بين قيمتين.

3. مفهوم القيمة في الفكر المحاسبي والمالي

أدى الفكر المحاسبي دوراً بارزاً في تفسير مفهوم القيمة وقياسها، وذلك من خلال استخدام الأرقام في التعبير عن الجانب الاقتصادي للأنشطة التي تمارسها الوحدات الاقتصادية المختلفة، بهدف تحديد مركزها المالي، وذلك من خلال تسجيل العمليات المالية والتجارية في الدفاتر والسجلات واستخراج نتائج الأعمال، وتصوير المراكز المالية للشركات في فترات محددة من الزمن، وهذا في ظل الاختيار السليم للأسس التي يتم الاعتماد عليها عند استخراج نتائج الأعمال وتحديد مصادر حصول الشركة على الأموال المستثمرة ومجالات استثمارها المختلفة².

ثانياً: التقييم وأشكال القيمة

في هذا الجزء سنحاول التطرق لمفهوم التقييم وأشكال القيمة كما يلي:

1. مفهوم التقييم

يمكن تعريف التقييم بصفة عامة على أنه الجهد المبذول لأجل قياس النتائج للأسهم أو لتحديد قيمة السلعة، أما تقييم المؤسسة فهو عبارة عن تحديد قيمة الأموال الخاصة، أو تحديد الثروة المستثمرة من طرف المساهمين، كما يمكن تعرفه على أنه الوصول إلى تحديد السعر أو بكل بساطة الوصول إلى تقدير منطقة التفاوض بين المشتري والبائع.

فتقييم المؤسسة هو حصر وتقدير قيمة أصولها وخصومها بهدف الوصول إلى صافي قيمة تلك الأصول بغض النظر عن الطريقة التي يمكن اتباعها لتقدير تلك القيمة، وبذلك فإن تقييم المؤسسة هو تقييم أموالها الخاصة والتي تساوي الفرق بين الأصول الاقتصادية وقيمة المديونية الصافية³.

ثالثاً: أشكال القيمة

يأخذ مفهوم القيمة عدة أشكال يمكن توضيحها في ما يلي⁴:

¹ عادل أحمد حشيش: تاريخ الفكر الاقتصادي، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 2009، ص 174.

² موسى بن منصور: مرجع سبق ذكره، ص 116.

³ بكاري بلخير: أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر -دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP-، رسالة دكتوراه علوم في علوم التسيير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010، ص 14.

⁴ بكاري بلخير: المرجع نفسه، ص 14-16.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

- 1. قيمة الحياة:** تعني تكلفة الحياة لتثبيت معين والتي من خلالها يسجل ضمن ميزانية المؤسسة ومن ثم يدخل ملكيتها، ويعبر عنها في المحاسبة بالتكلفة التاريخية، أو تكلفة الاقتناء، كما أنه أحيانا نجد أنها لا تعكس الواقع، ذلك أنه في حالة البيع مثلا نجد أن السعر المدفوع يكون أقل أو أعلى من القيمة المسجل بها التثبيت المعني؛
- 2. القيمة الإجمالية:** وهي التي يظهر بها الأصل في الميزانية تخصيص الاهتلاك، أو قبل تشكيل المؤونة؛
- 3. القيمة الصافية:** وتسمى محاسبيا بالقيمة المحاسبية الصافية (VNC) وهي باقي القيمة التي تظهر في الميزانية وذلك بعد طرح حصص الاهتلاكات ومختلف التخفيضات من القيمة الإجمالية لعنصر الأصل؛
- 4. القيمة المتبقية:** تمثل المبلغ الصافي الذي يرتقب كيان ما الحصول عليه في مقابل أصول عند نهاية مدة منفعتها بعد خصم التكاليف الممكن تحملها عند خروجه؛
- 5. القيمة الجديدة:** تمثل النفقات الضرورية لاستبدال سلعة معينة بسلعة مكافئة جديدة؛
- 6. قيمة السوق:** تعني سعر التنازل في الشروط العادية، حيث أن هذا السعر ناتج عن العرض والطلب، ويعد هذا المعيار الأكثر موضوعية عند تقييم المؤسسات؛
- 7. القيمة الحقيقية (القيمة العادلة):** تعني المبلغ الذي يمكن أن يتم من أجله تبادل الأصل أو خصوم منتهية بين أطراف على دراية كافية وموافقة وعاملة ضمن شروط المنافسة الاعتيادية؛
- 8. القيمة الاستعمالية:** تمثل النفقات الواجب دفعها لحيازة سلع لها نفس النوعية ونفس الأداء، فهي تتعلق خصوصا بمعدات الاستغلال، والأساس الذي تركز عليه هذه القيمة هو المنفعة؛
- 9. قيمة المنفعة:** تمثل القيمة المحيطة لتدفقات أموال الخزينة المقبلة المنتظرة من الاستعمال المستمر للأصول وخروجها عند نهاية مدة منفعتها؛
- 10. القيمة القابلة للتحصيل:** تمثل القيمة العليا بين السعر الصافي للأصول وقيمتها النفعية؛
- 11. قيمة التصفية:** هي القيمة التي سيتم على أساسها بيع أصول المؤسسة كلا على حدا وبالحالة التي هي عليها وهذه القيمة لا يمكن استخدامها كأساس للتقييم إلا إذا كانت المؤسسة غير قادرة على الاستمرار في مزاولتها لنشاطها لاعتبارات فنية أو تسويقية أو غيرها من الأسباب، أيضا من دواعي استخدام قيمة التصفية هو وقوع خسائر متكررة تتخطى فيها المؤسسة؛
- 12. القيمة المصفاة:** تظهر هذه القيمة عندما تمر المؤسسة بصعوبات في أدائها فتقوم بتصفية بعض أصولها حتى تتمكن من متابعة نشاطها على الأقل لفترة معينة، بالرغم من أنه ينتج عن هذا تكاليف مرتفعة من تسريح للعمال، فسخ للعقود وكل ما ينجر عنها من عواقب وخيمة إلا أن المؤسسة كما قلنا تجد نفسها مضطرة لبيع هذه الأصول، القيمة في هذه الحالة تكون منخفضة لكن بدرجة أقل، فهي بمثابة بيع الأصول بمفهوم تصفية متزايدة؛

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

13. قيمة الكسر: هي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل بعد أن أصبح عديم الفائدة للمالك الحالي، ويتقرر إخراجه من الخدمة، علماً أن هذه القيمة تختلف عن قيمة الخردة التي تفترض أن الأصل أصبح عديم النفع لأي مالك جديد وفي أي غرض حيث أنه في حالة تقييم مؤسسة لغرض الخصخصة –الجزئية أو الكلية- أو الاندماج يكون من المفيد بالنسبة للمشتري أن يعلم قيمة نفاية تلك المعدات.

14. قيمة التأمين: وهي القيمة التي يتم تحديدها عن طريق تقرير خبرة، وتتجلى هذه القيمة عند تقييم المؤسسات وذلك خلال عملية مراجعة التغطية التأمينية للمباني والمعدات.

رابعاً: طرق التقييم الحديثة

1. الطرق المرتكزة على الذمة المالية:¹

مقاربة الذمة المالية تضم مجموع الطرق التي تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية، إذن هذه الطرق تعتمد أساساً على ذمة المؤسسة، أي ميزانيتها وعند الحاجة على الملاحق، وتمثل هذه الطرق:

أ. **طريقة الأصل المحاسبي الصافي:** قيمة المؤسسة حسب هذه النظرية تعتمد على القيم المستنتجة من الميزانية، ويتعلق الأصل المحاسبي الصافي بالفرق بين الأصول الحقيقية والخصوم الحقيقية، وحسب هذه المقاربة فإن الأصول والديون تأخذ بقيمتها الدفترية.

يمكن حساب الأصل المحاسبي الصافي كما يلي:²

من أعلى الميزانية: ويمكن حسابه كما يلي:

$$\text{الأصل المحاسبي الصافي} = \text{رأس المال الخاص} - \text{توزيعات الأرباح}$$

من أسفل الميزانية: ويمكن حسابه كما يلي:

$$\text{الأصل المحاسبي الصافي} = \text{مجموع الأصول} - (\text{الخصوم المتداولة} + \text{توزيعات الأرباح})$$

تسمح الميزانية المحاسبية بتقدير قيمة المؤسسة وذلك من خلال أصلها الصافي، حيث أن هذا الأخير هو التعبير الأكثر بساطة لقيمة الذمة المالية الذي يتمثل في الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الديون للمؤسسة، ويساوي إلى القيمة النظرية لها، ونحدده وفق المعادلة التالية:³

$$\text{الأصل الصافي} = \text{الأصل المادي} - \text{مجموع الديون}$$

ب. **طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح:** طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC) تقوم بأخذ كل حسابات الأصول والخصوم وتجري عليها عمليات التحليل والتصحيح الضرورية لأجل الوصول إلى الصورة الأكثر صدقاً للحقيقة الاقتصادية للميزانية، والفرق بين الأصل المصحح والخصم المستحق المصحح يعطينا الأصل الصافي المصحح.

$$\text{الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC)}$$

¹Islam Missaoui: Evaluation des entreprise et introduction en Bourse, mémoire de fin étude pour l'obtention d'une maîtrise en finance, Faculté du Nabeul, 2009, P 12.

²Ibid, p 13.

³Bellalah Mondher: Finance Moderne d'Entreprise, 2^{em} Edition, Edition Economica, Paris, 2003, P 28.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

يمكن حسابه انطلاقاً من ميزانية واحدة ويساوي¹:

$$ANCC = \text{الأصل الصافي للميزانية} - \text{الخصم الحقيقي (ديون حقيقة)} - \text{أصول وهمية أو بدون قيمة} + \text{الخصوم الوهمية (فارق تحويل الخصوم)} \pm \text{تصحيحات فائض أو نقص القيمة}$$

ج. طريقة القيمة الجوهرية: أُدخل مفهوم القيمة الجوهرية في مجال تقييم المؤسسات من طرف الخبراء الألمان سنة 1960 وتعرف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرارية مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول (الممتلكات والحقوق) التي تكون الذمة المالية للمؤسسة، وتتميز هذه القيمة عن الأصل الصافي المحاسبي المصحح في استقلال العناصر المكونة لها عن نط تمويلها ووضعيتها القانونية، وموجهة لاحتياجات الاستغلال بالمؤسسة.

ويمكن حساب القيمة الجوهرية انطلاقاً من الأصول المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية، مضافاً إليها العناصر الضرورية للاستغلال التي لا تملكها المؤسسة (العتاد المحصل عنه بواسطة القرض الإيجاري والمستأجر والمستعار)، آخذين في الاعتبار القيمة الحالية لأقساط الإيجار والأتعاب المتعلقة بها في جانب الخصوم، مع إضافة مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة، تجديد، والحفاظ على المعدات، كما يجب استبعاد العناصر التي تملكها المؤسسة وغير الضرورية للاستغلال.

ويمكن حساب القيمة الجوهرية وفق العلاقة التالية:

$$\text{القيمة الجوهرية} = \text{الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية} + \text{مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال غير المملوكة} + \text{مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتجديد والحفاظ على المعدات} - \text{العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال}$$

2. الطرق المرتكزة على مقارنة الربح (العائد)

سنتطرق في هذا الجزء إلى مفهومين هما: قيمة المردودية ونسبة سعر السهم/العائد.

أ. قيمة المردودية: تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة مؤسسة على رسمة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين وهي تعتبر من الطرق الأكثر استعمالاً من طرف الخبراء، وتحسب وفق العلاقة التالية²:

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

حيث أن:

V: تمثل قيمة المؤسسة؛

n: عدد السنوات؛

B: المتوسط الحسابي للربح المتوقع؛

I: معدل الاستحداث.

¹Chaplain Gérard: Pratique Moderne de l'évaluation d'entreprise, édition EMS, Paris, 2004, P 106.

²Choinel Alain: Introduction à l'Ingénierie Financière, édition la Revue Banque, Paris, 1991, P 128.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

ب. نسبة السهم/الربح (PER): تلعب هذه العلاقة دوراً مهماً في تقييم المؤسسات، حيث تستخدم الطريقة الأنجلوساكسونية (Price Earning Ration) ليس فقط لكونها مصطلحاً انجليزي، وإنما لاستعمالها العالمي من طرف الخبراء الماليين، ويشير (PER) إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته، وتعطى

صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العبارة الآتية:¹

$$V = (P/E) \cdot B$$

حيث أن:

V: قيمة المؤسسة؛

P/E: معامل نسبة سعر السهم/الربح المأخوذ من البورصة؛

B: الربح الإجمالي للمؤسسة.

3. الطرق المرتكزة على التدفقات

يعتبر مفهوم التدفق النقدي مفهوماً أنجلوساكسونياً، وذلك من خلال تسميته الأصلية (Cash flow)، التي توضح من جهة ما يسمى بـ (Cash out flow) المعبر عن المخرجات من السيولة، ومن جهة أخرى ما يسمى (Cash in flow) الذي يعبر عن المدخلات من السيولة، والفرق بين هاتين الحركتين ينتج عنه التدفق النقدي الصافي (Net Cash flow)، وقد استعمل كمترادف لهذا المفهوم باللغة الفرنسية ما يسمى بالقدرة على التمويل الذاتي (CAF) أي (Capacité d'autofinancement)، الذي يساوي الربح الصافي مضافاً إليها مخصصات الاهتلاك وتغيرات بعض المؤشرات.²

القسم الثاني: مصادر التمويل وقيمة المؤسسة

مصادر التمويل المؤسسة تتنوع وتعدد حيث أن لكل مصدر من هذه المصادر تكلفته الخاصة ومخاطره الخاصة، ويسعى المدير المالي إلى عملية المفاضلة بين هذه المصادر بشكل يضمن تحقيق أفضل استخدام لها، مما يعظم العائد الذي يتطلع إليه، كما أن هناك عدة عوامل داخلية تتعلق بالمؤسسة، وخارجية تتعلق بالظروف البيئية المحيطة بها تتحكم في كمية وزمن توفر التمويل من هذه المصادر التمويلية.

أولاً: مصادر وسياسات التمويل

تمثل التدفقات المالية الداخلة للمؤسسة مصادر التمويل، سواء كانت من داخل المؤسسة أو من خارجها حيث تستخدم في الاستثمارات المتعددة التي تبدأ من اللحظة الأولى لإنشاء المؤسسة وحتى التصفية الفعلية لها.³

¹Choinel Alain: Op.cit, P 130.

²Mauguire.H: l'Evaluation Des Entreprises Non Cotées, Edition Bordas, Paris, 1990, PP 23-24.

³وليد، ناجي الحياي: التحليل المالي، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، الدنمارك، 2007، ص 103.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

1. مفهوم مصادر التمويل : تتكون مصادر تمويل المؤسسة من العناصر طويلة الأجل والعناصر قصيرة الأجل، حيث يوجد مفهومين أساسيين هما هيكل التمويل وهيكل رأس المال لذلك فمن الضروري التفريق بين المفهومين:

أ. **هيكل التمويل:** هيكل التمويل يتعلق بكيفية تمويل المؤسسة لإجمالي موجوداتها (استثماراتها) ويمثل ذلك في الجانب الأيسر للميزانية أي جانب الخصوم وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها المؤسسة.¹

ب. **هيكل رأس المال:** هو هيكل رأس المال الذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويل الأجل، التي تتمثل في القروض طويلة الأجل والسندات والأسهم العادية والأرباح المحتجزة، والأسهم الممتازة إن وجدت هذا ويوجد مصدران للتمويل، التمويل بالملكية ويتم بإصدار أسهم أو احتجاز الأرباح في المؤسسة، وكذا التمويل بالدين عن طريق الاقتراض وإصدار السندات.²

2. سياسات التمويل : إن عملية المفاضلة بين المصادر المختلفة للتمويل تقوم على أساس المقارنة بين مزايا وعيوب كل مصدر، وكذلك بالمفاضلة بين عائد وتكلفة كل منها، حيث تتنوع سياسات التمويل في تحديد مزيج مصادر الأموال فيها بين الأموال المقرضة والأموال المملوكة حيث تختلف من مؤسسة إلى أخرى حسب طبيعة الإدارة المالية فيها فتختلف سياسة التمويل في مؤسسة تتسم إدارتها المالية بالجرأة عن تلك التي تهيمن عليها إدارة مالية محافظة.

في العادة توجد ثلاثة سياسات تمويلية محتملة تتبعها المؤسسات في تمويل احتياجاتها المالية.

ثانيا: العوامل المحددة لمصادر التمويل في المؤسسة

عملية صياغة مزيج الأموال المكون للهيكل المالي للمؤسسة تتأثر بعدة عوامل متباينة كما أن تحديد أساليب تمويل الأصول تختلف باختلاف نشاط المؤسسة، مركزها المالي، المرحلة ضمن دورة الحياة التي تمر بها، لهذا فإن الإدارة المالية تلعب دورا حاسما في تقدير تلك العوامل وبالتالي تقدير المزيج التمويلي، أي نسبة كل من التمويل المقرض والممتلك في الهيكل المالي، وفيما يلي عرض لأهم العوامل المحددة لمصادر التمويل:

1. محددات متعلقة بمحيط المؤسسة ونشاطها

استقرار مبيعات المؤسسة: تكون المؤسسة في أمان عند استخدامها نسبة مرتفعة من التمويل المقرض (المديونية) عندما تكون مبيعاتها تتمتع باستقرار نسبي. وعليه فإن المؤسسات التي تعمل ضمن قطاع الخدمات (الكهرباء والماء) تكون أكثر قدرة على استخدام التمويل المقرض عنه في المؤسسات الصناعية. وإن السبب في التفاوت في استخدام التمويل المقرض يعود إلى استقرار الطلب في الأولى وعدم استقراره في الثانية.

الرافعة التشغيلية: في حالة بقاء العوامل الأخرى ثابتة، فإن المؤسسة التي لها رافعة تشغيلية متدنية تكون أكثر قدرة على استخدام التمويل المقرض مقارنة بالمؤسسات ذات الرافعة التشغيلية المرتفعة. حيث ارتفاع نسبة التكاليف الثابتة من مجموع التكلفة التشغيلية يؤدي إلى ارتفاع الرافعة المذكورة.³

¹ محمد أيمن، عزت الميداني: الإدارة التمويلية في الشركات، طو، مكتبة العبيكات، الرياض، 1999، ص 593.

² بسام، محمد الأغا: أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص 37.

³ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة: أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص 200.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

المخاطر المالية: ترتبط هذه المخاطر بقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها، ومنطقيا كلما زادت المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسة قل اعتمادها على التمويل باستخدام الاقتراض.

المرونة المالية أو التمويلية: تشير المرونة المالية إلى قدرة المؤسسة على تجميع الأموال بشروط معقولة. حيث يتيح للمؤسسة تعديل الخطة التمويلية وفق التغيير الذي يحصل في احتياجات الأموال، بحيث تجد المؤسسة صعوبة في الحصول على الأموال في الأوقات التي تواجه فيها صعوبات تشغيلية حيث يفضل المقرضون في هذه الحالة إقراض المؤسسات التي تتميز بمتانة مراكزها المالية معبرا عنها بالميزانيات الخاصة بها.

درجة تحفظ أو جرأة الإدارة: يتميز بعض المديرين بدرجة جرأة عالية مقارنة بغيرهم حيث يعتمدون إلى استخدام الاقتراض بشكل مكثف في محاولة منهم لرفع أرباح المؤسسة. ولا يؤثر هذا العامل على الهيكل المالي الفعلي، ولكن يؤثر على الهيكل المالي الذي يستهدفه المدير المالي.¹

التكلفة: يعتبر العبء الحقيقي للفوائد أقل مما يبدو لأول وهلة، وذلك بسبب الميزة الضريبية للاقتراض - حيث تعتبر الفوائد مصروفات تخصم من الأرباح قبل اقتطاع الضريبة - أي أن أموال الاقتراض أقل كلفة من أموال الملكية بسبب الميزة الضريبية للإقراض.²

التوقيت: يعد التوقيت من العوامل المهمة عند تصميم الهيكل المالي للمؤسسة، حيث أن استخدام المصدر المناسب في الوقت المناسب يجعل المؤسسة على استعداد دائم لاستغلال الظروف المناسبة وذلك من خلال متابعة الظروف السائدة في الاقتصاد من حيث تحليل السياسة المالية والسياسة النقدية لدراسة تأثيرهما في تكلفة الأموال.

الملائمة (هيكل الأصول): المؤسسة ذات النسبة العالية من الأصول الثابتة من مجموع أصولها، كونها تعد من الضمانات التي تقدمها المؤسسات للحصول على الأموال المقترضة، تكون أكثر قدرة على استخدام نسب عالية من التمويل المقترض (درجة رافعة مالية عالية). والمقصود بالملائمة هنا هو مدى ملائمة مصادر الأموال المستخدمة مع طبيعة الأصول التي سيتم تمويلها عن طريق هذه المصادر، الأمر الذي يتطلب تحليل العلاقة بين التدفقات النقدية المتوقعة تحقيقها من استخدام الأصول وبين التدفقات النقدية المترتبة عن استخدام مصادر التمويل لتمويل تلك الأصول.³

الميزة الضريبية: أحد الأسباب الرئيسية لاستخدام الدين كون الفائدة اقتطاع ضريبي والذي يقلل من فاعلية تكلفة الدين، فالسبب الرئيسي للتمويل عن طريق الدين هو الاستفادة من الميزة التي تتيحها الضرائب في تخفيض تكلفة الديون.⁴

درجة التخصص: كلما اتجهت المؤسسة نحو التخصص ارتفعت تكلفة الإفلاس، وذلك بالمقارنة مع منشآت أخرى مماثلة تتبع سياسة التنوع فيصبح من المتوقع أن تمول المنشآت التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض لتخفيض درجة المخاطرة في هيكل رأس المال.⁵

¹ عاطف، وليم أندراوس: التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 403.

² بسام، محمد الأغا: مرجع سبق ذكره، ص 43.

³ عدنان تايه النعيمي: مرجع سبق ذكره، ص 204.

⁴ Brigham eugene, Joel F. Houston, Fundamentals of Financial Management, 10th Edition, Thomson publishing, South-Western, 2004, p438.

⁵ سليمان شلاش، علي البقوم، سالم العون: العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي.

مجلة المنارة، جامعة آل البيت، الأردن، المجلد 14، العدد 1، 2008، ص 60.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

2. محددات متعلقة بالسياسة المالية للمؤسسة

تسعى القرارات المتعلقة بالسياسات المالية إلى تحقيق التوازن على المدى الطويل حيث أنها تؤثر على هيكل رأس المال الدائم، كذلك يجب أن تتماشى السياسة المالية مع إستراتيجية الأعمال، لكن ليس هناك إطار وحيد يمكننا من خلاله رسم السياسة المالية، لذلك على القرارات المتعلقة بالسياسات المالية تعطي الشركة وسائل لتحسين إدارتها في إطار متطلبات الملاءة المالية الرئيسية.¹

ثالثاً: مصادر التمويل قصيرة الأجل

تنوع أنشطة المؤسسة وتعددتها يفرض عليها التنوع في صيغ تمويلها حيث يعتبر عاملي التكلفة والزمن من العوامل الأساسية التي ينظر إليها عند تحديد الفترة الزمنية للديون، تعتبر الديون قصيرة الأجل من الأنواع الشائعة الاستعمال نظراً لسهولة الحصول عليها وملاءمتها لأنواع كثيرة من التعاملات.

1. الديون قصيرة الأجل

مفهوم مصادر التمويل قصيرة الأجل: يقصد بمصادر التمويل قصيرة الأجل مجموع الخصوم التي تساهم في عملية تمويل الأصول المتداولة والتي تكون مستحقة السداد خلال سنة في الغالب، في الوقت الراهن التمويل قصير الأجل له دور كبير في تمويل العمليات الجارية للمؤسسات حيث يعود هذا الإقبال إلى ما تتميز به من سهولة في الحصول عليها خاصة مع تزايد البنوك التجارية التي تتنافس في إعطاء تسهيلات لعملائها على عكس قروض طويلة الأجل التي يلقي المستثمرون صعوبات في الحصول عليها.²

التمويل أو الائتمان قصير هو الدين الواجب السداد خلال فترة سنة واحدة وتحتاج الشركة إلى التمويل قصير الأجل لتمويل استثماراتها في رأس المال العامل بالمستويات المناسبة التي تضمن استمرارية مبيعات الشركة وتعتمد بعض الشركات على التمويل قصير الأجل لتمويل بعض استثماراتها الطويلة الأجل على أمل تحديد هذا التمويل عند استحقاقه.

2. مصادر التمويل متوسطة الأجل

مصادر التمويل متوسطة الأجل هي تلك الأنواع من القروض التي تستحق الدفع خلال فترة من 1-5 سنوات وهي تستحق بعد مرور فترة زمنية تزيد عن الفترة المتعلقة باستحقاق القروض قصيرة الأجل وأقل من فترة استحقاق القروض طويلة الأجل وهذا التقسيم هو تقسيم تمويلي وليس محاسبي حيث أنه من الناحية المحاسبية القروض قصيرة الأجل تستحق في فترة أقل من عام بينما القروض طويلة الأجل تستحق في فترة أكبر من عام حيث أن القروض متوسطة الأجل يدرجها المحاسبون مع الديون طويلة الأجل ويمكن تقسيم مصادر التمويل متوسطة الأجل إلى قسمين قروض مباشرة والتمويل بالاستئجار.

¹ Pierre, cabane :l'essentiel de la finance à l'usage des managers, groupe eyrolles, Paris, 2004, p193.

² محمد علي، إبراهيم العامري: الإدارة المالية المتقدمة، ط1، دار إتراء، عمان، 2010، ص 307.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

3. مصادر التمويل طويلة الأجل:

التمويل طويل الأجل يستخدم في تمويل الاستثمارات الدائمة المتمثلة في رأس المال الثابت ورأس المال العامل الدائم وتنقسم إلى مصادر من أصحاب المشروع (تمويل داخلي) ومصادر من الدائنين (تمويل خارجي).

رابعاً: التمويل الداخلي (مصادر من أصحاب المشروع)

وتتكون من:

1. **الأسهم الممتازة (perfered stock):** الأسهم الممتازة هي عبارة عن أوراق مالية قابلة للتداول تمثل مجمل المدفوعات النقدية التي يقدمها المالكين لشراء الأصول المطلوبة لبدء عمليات المؤسسة¹، تطلق على الأسهم الممتازة عادة مصطلح أسهم التمتع (perfered stock) وتحمل هذه الأسهم نسبة ربح محدد على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم

أو مبلغ ثابت لكل سنة وتجمع الأسهم الممتازة وبين مزايا الأسهم العادية وبين مزايا أدوات المديونية (السندات)

2. **الأسهم العادية (common stock):** الأسهم العادية هي أوراق مالية لا تستحق (أبدية)، تحمل قيمة اسمية، لا تملك نسبة توزيع ثابتة، تصدرها الشركة للحصول على أموال ملكية، وتمنح الأسهم العادية حاملها حقاً في الملكية النهائية للمؤسسة في حالة التصفية لا يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم في القيمة التصفوية للمؤسسة إلا بعد تسوية كامل حقوق المقرضين وحملة الأسهم الممتازة.

3. **الأرباح المحتجزة (Retained Earnings):** تعرف الأرباح المحتجزة بأنها ذلك الجزء من صافي الدخل الذي

يحتجز لإعادة استثماره من قبل المؤسسة أي أنها الأرباح المتبقية في المؤسسة بعد دفع توزيعات الأرباح للمساهمين.²

إن قرار احتجاز الأرباح هو قرار يتم اتخاذه في ضوء تكلفة مصادر التمويل الخارجية الأخرى للمنشأة والنمو المتوقع في العائد الذي تحققه المؤسسة فعلاً. حيث أن حامل السهم يرى أن الأرباح المحتجزة استثماراً جديداً في المؤسسة نفسها وعليه فإنه سيطلب عائداً على الأقل مساوياً لعائده من السهم.³

خامساً: التمويل الخارجي (مصادر من الدائنين)

- **القروض طويلة الأجل :** هي قروض يتم الحصول من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، تاريخ استحقاقها قد يصل إلى ثلاثين عاماً ومن أهم الخصائص المميزة للقرض أنه يتم الاتفاق على شروط القرض (معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، ...) بالتفاوض بين المقرض والمقترض، وعلى الرغم من أن تكلفة هذا النوع من التمويل تتمثل في نسبة محدودة من قيمة القرض (معدل الفائدة) إلا أن المقرض قد يقبل بثبات هذه النسبة خاصة إذا كانت معدلات الفائدة في السوق متجهة نحو الارتفاع، أما بالنسبة لسداد قيمة القرض فقد يتم مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه أو قد يتم على أقساط متساوية في تواريخ محددة.⁴

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة: مرجع سبق ذكره، ص 159.

² محمد علي، إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص 726.

³ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب: مرجع سبق ذكره، ص 168.

⁴ منير، إبراهيم هندي: الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص 548.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

أ. **السندات (Bonds):** هي عقد طويل الأجل بموجبه المقرض يوافق على دفع مبالغ من الفوائد وأصل الدين، في مواعيد محددة، إلى حملة السندات.¹ بمعنى أن السند يمثل عقد مديونية طويل الأجل تصدره المؤسسات ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق كما يعطيه أيضا الحق في معدل فائدة دوري (كوبون) يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية وهذا يعني أن هناك فرصة لأن يحقق حامل السند أرباح رأسمالية كما قد يعني بخسائر رأسمالية.

أ. **التمويل بالاندماج:** يعد الاندماج من القرارات المالية المهمة التي تتسم بطبعها بعدم التكرار ومن شأنها أن تحدث تغيرات هيكلية أساسية في كيان وإدارة المؤسسات القائمة حاليا، ويمكن أن يدرس الاندماج على أنه قرار تمويلي بكونه يمثل أحد أشكال التمويل الخارجي المتاحة.

ب. **التمويل بالخيارات:** تعتبر الخيارات من الموضوعات غير التقليدية في حقل الإدارة المالية سواء فيما يخص جانب التمويل أو الاستثمار وإن كان التعامل بها ظرفيا إلا أنها توفر أمام المدير المالي فرصة الحصول على التمويل اللازم باعتبارها شكل من أشكال التمويل الخارجي المتاحة، للخيارات أهمية كبيرة للبيئة التمويلية حيث أنها تقدم نوع من التمويل غير التقليدي الذي بدوره يقدم جملة من المنافع غير التقليدية للبيئة التمويلية بشكل عام، حيث يساعد على تكامل أسواق رأس المال والمديونية.²

ج. **التمويل بالتعهدات (warrants Financing):** تمثل التعهدات إحدى وسائل التمويل بالملكية بإصدار الأسهم العادية الجديدة وهي بهذا تعد شكلا آخر من أشكال التمويل الخارجي التي توفرها السوق المالية ضمن إطارها الواسع، وتعتبر خيارات شراء الأسهم من الأوراق المالية الممكن إصدارها من قبل المؤسسة للتمويل وهي إحدى وسائل التمويل بالملكية بإصدار أسهم عادية وللمؤسسة درجات متفاوتة من المقدرة على فرض ممارسة هذه الخيارات على المستثمرين حيث أن هذا النوع من الأدوات المالية تعطي لحاملها خيار الشراء.

القسم الثالث: تكلفة مصادر التمويل في المؤسسة

يعتبر عنصر التكلفة العامل الأساسي المفرق بين مختلف المصادر التمويلية حيث أن عملية الحصول على الأموال لا تكون مجانية فلكل مصدر تمويلي تكلفته الخاصة به وهي مقدار ما تتحمله المؤسسة للحصول عليه، حيث يتم مقارنة التكلفة مع مقدار العائد المتوقع عند عملية المفاضلة بين المصادر التمويلية المختلفة.

أولا: تكلفة الأموال

من المهم أن تكون المؤسسة على دراية بالمقدار الذي يجب دفعه لشراء الأصول حيث أن معدل العائد المطلوب من قبل المؤسسة عن استثماراتها يحدد المقدار الذي يجب أن تدفعه للحصول على الأموال وهو معدل كلفة الأموال والتي يتعارف عليها اصطلاحا كلفة رأس المال (**the cost of capital**) وهذه التكلفة مهمة جدا كونها تعبر عن الحد الأدنى من معدل العائد الذي يجب تحقيقه من الاستثمارات.³

¹Brigham eugene, Joel f houstonm, op cit, p355.

²محمد علي إبراهيم العامري مرجع سبق ذكره، ص 719.

³عدنان، تايه النعيمي وآخرون: الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر، الأردن، 2007، ص 413.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

1. تعريف تكلفة التمويل: يرى أوجين برغهام تكلفة التمويل: أنها: "تكلفة الأموال التي تحصل عليها المؤسسة عن طريق الاقتراض أو إصدار الأسهم أو احتجاز الأرباح والتي تستخدمها لتمويل استثماراتها"¹. وتمثل كذلك المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة.²

وتعرف تكلفة التمويل أيضا بأنها: "عبارة عن الحد الأدنى من العائد الذي ينبغي تحقيقه من الاستثمارات كشرط أساسي لقبوله"³، أي معدل العائد المطلوب على كل عنصر من عناصر رأس المال وهي تمثل المكافأة أو مقابل استخدام الأموال في شكل فائدة على القروض أو أرباح إذا كان التمويل بأسهم رأس المال.⁴

2. تحديد تكلفة التمويل: البنود الواردة في جانب الخصوم وحقوق الملكية بأي ميزانية تشمل الأنواع المختلفة من القروض والأسهم الممتازة والعادية والأرباح المحتجزة وغيرها من مكونات الهيكل المالي للمؤسسة حيث أن أي زيادة في الأصول الكلية للمؤسسة يتم تمويلها ببعض مكونات الهيكل المالي للمؤسسة.⁵

تمثل تكلفة كل مكون من مكونات الهيكل المالي للمؤسسة تكلفة لهذا المكون، مثلاً يمثل سعر الفائدة الذي تدفعه المؤسسة تكلفة التمويل المرتبط بالقروض.

إن تحديد تكلفة رأس المال يعتبر أمراً ضرورياً في الكثير من القرارات المالية، ومن أمثلتها القرارات المتعلقة بالاستثمار، استرداد السندات، ساسة رأس المال العامل، وجدير بالذكر أن كل وسيلة تمويل لها تكلفة، وأن كل وسيلة تمويل مستخدمة تحدد بدورها مصادر التمويل الأخرى، وتكلفة الأموال الناتجة عن هذه المصادر.⁶

ثانياً: استخدامات تكلفة التمويل

تكلفة رأس المال هو مفهوم مركزي في الإدارة المالية لأنه يوفر وسيلة لربط قرارات الاستثمار والتمويل في المؤسسة، وتوجد علاقة متبادلة بين الميزانية الرأسمالية وتكلفة رأس المال على سبيل المثال، لتحديد حجم الميزانية الرأسمالية، مديرو المؤسسات في حاجة إلى معلومات حول كل من العائد على الفرص الاستثمارية وتكلفة رأس المال، المديرون والمحللون يستخدمون تقديرات لتكلفة رأس المال المؤسسة لغرضين رئيسيين:

- للمساعدة في تحديد معدل الخصم الذي سيستخدم لتقييم الاستثمارات الرأسمالية المقترحة؛

- تستخدم كمبدأ توجيهي في تطوير هيكل رأس المال وتقييم البدائل المالية.

استخدام التكلفة الإجمالية لرأسمال المؤسسة يناسب تقييم المشروعات فقط في الحالات التي تكون فيها مخاطر المشروع الجديد هو نفس مخاطر المؤسسة. بحيث تكلفة رأس المال تجسد الخطر المتوسط لحفظة المؤسسة من المشاريع التشغيلية، في الحالات التي تختلف مخاطر المشروع عن مخاطر المؤسسة المديرين والمحللين في حاجة إلى ضبط سعر الخصم المطلوب لتعكس هذا الاختلاف.

¹ أوجين، برغهام، تعريب محمود، فتوح: الإدارة المالية أسس تقييم المشاريع تقييم الشركات القرارات التمويلية الإستراتيجية، 2010، شعاع للنشر، الرباط، المغرب، 164.

² دادن، عبد الوهاب: تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006، ص 107.

³ عبد الغفار، حنفي: أساسيات التمويل والإدارة المالية، ط2، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007، ص 325.

⁴ محمد أيمن، عزت الميداني: مرجع سبق ذكره، ص 629.

⁵ عبد الغفار، حنفي: أساسيات التمويل والإدارة المالية، ط1، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004، ص 410.

⁶ محمد أيمن، عزت الميداني: مرجع سبق ذكره، ص 56.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

كما ينبغي لتكلفة رأس المال لأي مشروع أن تعكس مخاطر المشروع نفسه، فالمشاريع الأكثر مخاطرة تتطلب تكلفة رأسمال مرتفعة (سعر الخصم، معدل العائد المطلوب) أكبر من المشاريع الأقل مخاطرة. الفشل في ضبط الاختلافات في مخاطر المشاريع يؤدي بالمؤسسة لقبول عدد كبير من المشاريع ذات مخاطر كبيرة ورفض مشاريع أخرى أكثر أماناً. مع مرور الوقت، المخاطرة في المؤسسة تزداد ويؤدي ذلك إلى زيادة في تكلفة رأس المال، في نهاية المطاف فإن قيمة حقوق المساهمين تتأثر.

تكلفة رأس المال (معدل الخصم المناسب) يعتمد أساساً على استخدام الأموال، وليس على كيفية تنمية المؤسسة لرأس مالها.¹

ثالثاً: التكلفة الصريحة والتكلفة الضمنية لرأس المال

1. التكلفة الصريحة لرأس المال

هي معدل الخصم الذي يساوي بين القيمة للتدفقات النقدية الداخلة من الأموال الإضافية المستخدمة في تمويل الاقتراح الاستثماري وبين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة من الأموال الإضافية المستخدمة في تمويل الاقتراح الرأسمالي وبين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الإضافية الخارجة؛ وهذه التدفقات الخارجة قد تتمثل في مدفوعات الفوائد وسداد أصل القرض أو نصيب الأسهم من الأرباح.

2. التكلفة الضمنية لرأس المال

التكلفة الضمنية لرأس المال هي تكلفة الفرصة البديلة، وهي معدل العائد على الاستثمارات الأخرى المتاحة أمام المشروع بالإضافة إلى الاستثمار الذي تم أخذه في الاعتبار، لهذا يمكن تعريف التكلفة الضمنية بمعدل العائد الخاص بأفضل فرصة استثمارية للمشروع ومساهمة.²

رابعاً: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال

1. هيكل رأس مال المؤسسة: إن لكل من الخصائص المميزة لكل مصدر تمويل وكذا الحقوق التي يتمتع بها تأثيراً على تكلفة الأموال بحيث درجات المخاطر التي تتعرض لها تكون مختلفة ومتفاوتة فالمقترضين أقل تعرضاً للمخاطر من حملة الأسهم حيث أن لهم الحق في الحصول على العوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم في حالة التصفية فحين حملة الأسهم هم أكثر عرضة للمخاطر من المقترضين حيث حيث أنهم يحصلون على العوائد فقط في حالة تحقيق المؤسسة للأرباح وتوزيعها على المساهمين هذا نظراً لأن التكلفة التي تتحملها المؤسسة تتمثل في العائد الذي يحصل عليه المستثمرون وتتوقف على درجة المخاطر التي يتعرض لها كل مصدر من مصادر التمويل المختلفة.³

2. سياسة المؤسسة بشأن الهيكل المالي: إن تغيير المؤسسة هيكلها المالي من شأنه أن يغير تكلفة الأموال وكما ذكرنا سابقاً فإن تكلفة الاقتراض بعد الضريبة تكون أقل من تكلفة التمويل باستخدام حقوق الملكية. فإذا قررت المؤسسة

¹ H.Kent Baker, Gary Powell: understanding financial management, Black well publishing, United Kingdom, 2005, pp 342-343.

² عدوي، هاجر: محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة قسنطينة، 2011، ص 42.

³ محمد صالح الحناوي، رسمية ذي قرياقص الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2009، ص 393.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

استخدام المزيد من القروض والأقل من الأسهم العادية، فإن هذا سيغير من الأوزان النسبية لمصادر التمويل داخل الهيكل التمويلي بشكل يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة للهيكل المالي غير أن الزيادة في الاعتماد على القروض في مواجهة تناقص الاعتماد على حقوق الملكية يؤدي إلى ارتفاع درجة الخطر المرتبطة بالهيكل المالي بشكل يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل مرة أخرى.

3. سياسة التوزيعات: الأرباح المحتجزة تمثل الرصيد المتراكم للأرباح والتي لم يتصرف فيها بالتوزيع على المساهمين. إن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة عند مستوى معين من الأرباح المحققة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة مما قد يجعل المؤسسة في حالة لا تكفيها الأرباح المحتجزة لتمويل احتياجاتها من الموارد الإضافية لتنفيذ الاستثمارات الجديدة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال.

4. السياسة الاستثمارية للمؤسسة: عند تقدير تكلفة الأموال يتم استخدام معدلات العائد المطلوب على الأرصدة الحالية للأسهم والسندات كنقطة بدء للتقدير حيث تعكس هذه المعدلات درجة الخطر المرتبطة بأصول المؤسسة الحالية¹. لذلك نفترض ضمناً أن الأموال الإضافية الجديدة سيتم استثمارها في أصول مماثلة للأصول الحالية وبنفس درجة الخطر المصاحبة لها بمعنى وجود هيكل مالي مستهدف، هذا الافتراض يكون صحيحاً لما تستثمر في نفس نوع الأصول الحالية، ولكن يسقط هذا الافتراض في حالة ما إذا غيرت المؤسسة سياستها الاستثمارية واتجهت للاستثمار في أصول مغايرة للأصول الحالية. لهذا يمكن القول أن تغيير السياسة الاستثمارية للمؤسسة ينعكس على تكلفة الأموال نتيجة تباين مستويات الخطر بين الأنواع المختلفة للاستثمار.

خامساً: حساب تكلفة رأس المال

يتشكل رأس المال المستثمر في المؤسسة من الأموال المملوكة في صورة أرباح محتجزة وأسهم عادية ومن الديون الخارجية والتزامات المؤسسة تجاه الغير والمعبر عنها بالأسهم الممتازة والقروض، ولكي يتم حساب تكلفة الأموال المستثمرة في المؤسسة يجب توضيح تكلفة كل جزء من مكونات رأس المال المستثمر فيها وهذا بعد تحديد خطوات القيام بذلك.

1. تقدير تكلفة الدين: عملية تقدير تكلفة الدين هي تحديد معدل العائد المطلوب من حملة الدين r_d . ورغم أن تقدير r_d يكون مباشراً مفاهيمياً، إلا أن هناك بعض المشاكل التي تظهر عند تقديره في الواقع العملي. حيث أنه من غير المرجح أن يعرف المدير المالي عند بداية فترة التخطيط الأنواع الدقيقة لكميات الدين التي ستستخدم خلال الفترة، حيث يعتمد نوع التمويل المستخدم على الأصول المحددة التي تمول، وكذا ظروف سوق رأس المال نظراً لأنها تتغير مع الوقت، وكذا معدلات الضرائب السائدة حيث لا يكون معدل العائد المطلوب لحملة الدين مساوياً لتكلفة دين المؤسسة بعد اقتطاع الضرائب².

¹ المرجع السابق، ص 427.

² أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، تعريب محمد علي إبراهيم سرور، مرجع سبق ذكره، ص 473.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

• تكلفة التمويل بالأسهم

-تكلفة الأسهم الممتازة: تتميز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية في أن حملة الأسهم الممتازة لهم الحق في استلام أرباح نقدية دورية وبنسب ثابتة من القيمة الاسمية للسهم كلما تم توزيع أرباح نقدية وفي حالة عدم توزيع أرباح لا يفقدون حقهم في الأرباح بحيث أن أرباحهم تراكمية.¹

تستخدم بعض المؤسسات الأسهم الممتازة كجزء من مزيج الأموال الدائمة لديها بحيث تتحمل المؤسسة كامل تكاليف الأسهم الممتازة، بحيث لا تستخدم تعديل الضرائب عند حساب تكلفة الأسهم الممتازة. وتكون تكلفة العنصر من الأسهم الممتازة المستخدمة في تكلفة رأس المال r_p هو: العائد المفضل D_p ، مقسوماً على السعر الحالي للسهم الممتاز P_p ، وهو السعر الذي تحصل عليه المؤسسة بعد اقتطاع تكاليف الإصدار:²

$$Rp = \frac{dp}{p}$$

يبين الواقع العملي أن القيمة الفعلية للأرباح المحققة من بيع الأسهم الممتازة تقل عن قيمتها الاسمية. ويتمثل الفرق في تكاليف الإصدار والعمولات والخصومات، لذلك تؤخذ هذه المصاريف في الحسبان عند حساب تكلفة الأسهم الممتازة فإذا رمزنا لتكلفة الإصدار بـ f تكلفة التمويل تساوي:³

$$Rp = \frac{dp}{p-f}$$

-تكلفة الأسهم العادية: إن احتجاز الشركة بعضاً من أرباحها يعني تعرض حملة أسهمها لتكلفة الفرصة البديلة للأرباح التي كان يمكن دفعها كحصة أرباح وفي هذه الحالة يمكن لحملة الأسهم أن يعيدوا استثمار الأموال في استثمارات أخرى، لهذا، يجب على المؤسسة تحقق من أرباحها المعاد استثمارها مثل ما يمكن أن يكسبه حملة أسهمها على الأقل.⁴

لهذا يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بـ: **معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين في الأسواق المالية للإقبال على الاستثمار في هذه الأسهم**، ويتكون العائد المتوقع على الاستثمار في الأسهم العادية من مكونين هما عائد الربح الموزع ومعدل الربح أو الخسارة الرأسمالية الناتج عن تغيرات سعر السهم المتوقع في السوق.⁵

عملية تقدير تكلفة الأسهم العادية يعتبر أكثر صعوبة من تقدير تكلفة القروض والأسهم الممتازة، لهذا نجد عدة طرق لتقدير تكلفة الأسهم العادية من أهمها:

-نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: يستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التوقعات بشأن العوائد الحالية من المخاطر، وعوائد السوق عموماً، لتقدير توقعات السوق حول الحد الأدنى من العائد المطلوب، رغم الانتقادات الكثيرة التي وجهت إلى النموذج وصعوبة تطبيقه إلا أنه لا يزال يستخدم على نطاق واسع في تقدير تكلفة رأس المال بالنسبة

¹ عدنان تابه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة؛ مرجع سبق ذكره، ص 160.

² Eugene. Brigham, Joel F. Houston: Fundamentals of Financial Management, 10th Edition, op cit, p333.

³ محمد صالح الحناوي، رسمية ذكي قرياقص مرجع سبق ذكره، ص 402.

⁴ أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، تعريب محمد علي إبراهيم سرور؛ مرجع سبق ذكره، ص 476.

⁵ محمد أيمن، عزت الميداني؛ مرجع سبق ذكره، ص 640.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

للمؤسسات وتقييم أداء محافظتها المالية حيث يوفر توقعات قوية حول كيفية قياس المخاطر والعلاقة بين العوائد المنتظرة والمخاطر بمعنى أنه يعطي نظرة أولية حول العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطر.¹

يعد مفهوم (CAPM) مفهوما جوهريا في نظرية سوق رأس المال الحديثة. فهو يبين علاوة مخاطر حقوق المساهمين (الزيادة المطلوبة، معدل العائد أعلى وفوق المعدل الخالي من المخاطر) ويمثل بدالة خطية من بيتا (β) للورقة المالية². والتي تأخذ الصيغة التالية:

$$E(R_i) = E(R_f) + [E(R_m) - E(R_f)] \beta$$

حيث:

$E(R_i)$ = العائد المتوقع (تكلفة رأس المال)؛

$E(R_f)$ = معدل العائد المتاح على ورقة مالية خالية من المخاطر؛

β = معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة؛

$E(R_m)$ = علاوة مخاطر أسهم السوق، هي علاوة مخاطر حقوق الملكية الأسهم مع (β) تتراوح بين [0,1].³

أ. - نموذج تقييم توزيع الأرباح (the dividend valuation model): يفترض هذا النموذج أن الأرباح النقدية التي ستوزعها المؤسسة في السنوات اللاحقة سوف تنمو بنسب ثابتة، وهذا يتطلب من المستثمرين توقع الأرباح النقدية التي ستوزعها المؤسسة في نهاية الفترة الأولى فقط⁴. لهذا فإن سعر السهم الحالي يمكن حسابه باستخدام المعادلة أدناه⁵.

بإعادة ترتيب المعادلة أعلاه أخذين بعين الاعتبار أن العائد الذي يطلبه المستثمرون هو نفسه تكلفة السهم فإن

$$k = \frac{d_1}{p_0} + g.$$

المعادلة تصبح:

حيث:

p_0 : السعر الحالي للسهم؛

D_1 : الأرباح النقدية المتوقعة توزيعها في نهاية الفترة الأولى؛

K : العائد الذي يطلبه المستثمرون على السهم؛

G : نسبة نمو الأرباح النقدية المتوقعة.

- ناتج السند مع علاوة المخاطرة: تعتمد هذه الطريقة على التقديرات الذاتية، حيث يقوم المحلل بتقدير تكلفة الأسهم العادية عن طريق إضافة علاوة المخاطرة إلى معدل الفائدة على الديون طويلة الأجل في المؤسسة.⁶

¹ Eugene F. Fama, Kenneth R. French: op cit, p25.

² Shannon P Cost of Capital: Estimation and Applications, 2ed Edition, John Wiley & Sons, New Yourk, 2002, pp71-72.

³ Eugene F. Fama, Kenneth R. French: The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence, American Economic Association, 2004, p31.

⁴ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة: مرجع سبق ذكره، ص 164.

⁵ David E, Vance: Financial analysis and decision making, McGraw-Hill, 2003, P148.

⁶ عدنان تايه النعيمي وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص 417.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

وتقدر علاوة المخاطر النمطية المضافة ب (3.4) %، على أساس الخبرة. وتحسب كلفة الأسهم وفق المعادلة التالية:

تكلفة حقوق الملكية = عائد على الديون طويلة الأجل (السند) + علاوة المخاطرة.¹

- طريقة التدفق النقدي المخصوم (DCF): يتوقع المستثمرون أن يحصلوا على ناتج حقوق ملكية $\frac{D1}{P0}$ ، ذلك بالإضافة إلى المكاسب الرأسمالية g لإجمالي العائد R_s . وعند التعادل يساوي هذا العائد المتوقع العائد المطلوب r_s

أيضا، هذه الطريقة لتقدير تكلفة الأسهم بطريقة التدفق النقدي المخصوم حيث يتم افتراض أن الأسواق متوازنة.²

تلزم ثلاثة مدخلات لاستخدام طريقة (DCF) وهي: السعر الحالي للسهم، حصص الأرباح الحالية ($\frac{D1}{P0}$)، والنمو

المتوقع في حصص الأرباح (E_g) ويتم حساب التدفق النقدي المخصوم وفق العلاقة التالية:

$$R_s = r_s = \frac{D1}{P0} + E_g$$

• تكلفة التمويل الذاتي

التمويل الذاتي للمؤسسة يعتبر بمثابة تمويل إضافي حيث يلعب دورا تمويليا مائلا للأسهم والديون، وكما هو معلوم لا يوجد مصدر تمويلي مجاني لذلك فالتحويل الذاتي يملك تكلفة ممثلة في تكلفة الأرباح المحتجزة وأقساط الإهلاك.

- تكلفة الأرباح المحتجزة: تمثل الأرباح المحتجزة أحد مكونات التمويل الداخلي للمؤسسة لها تكلفة تماثل تكلفة الفرصة البديلة أو التكلفة الحدية للمصادر الأخرى، للأموال البديلة لهذا المصدر حيث أن استخدام الأرباح يؤدي إلى تخفيض حجم الأموال المطلوبة من المصادر الخارجية.³

لذلك يتم قياس تكلفة التمويل بدلالة الفائض النقدي المحتجز والتي تتمثل في معدل النمو المنتظر بمعنى:

نسبة الفائض النقدي = الربح المعلن + المخصصات المعفاة من الضرائب .

يدل هذا أن الفائض المحتجز يتكون من:

- جزء معفى من الضريبة الداخلية كالاهلاك وغيره من المخصصات المعفاة، وتخضع من الوعاء الضريبي وتشكل جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة؛

- جزء غير معفى من الضريبة ولا يخضع من الوعاء الضريبي كالاحتياطات والمخصصات الغير مسموح بخصمها.⁴

هناك من يعتبر الأرباح المحتجزة أموال مجانية لا تكلفة لها. فالأرباح المحتجزة تمثل أرباحا تحققت غير أن الشركة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم بهدف إعادة استثمارها، لكن هذا الاتجاه غير صحيح حيث أن الأرباح المحتجزة تمثل تكلفة من وجهة نظر حملة الأسهم وتتمثل هذه التكلفة في مقدار العائد الذي يمكنهم الحصول عليه

¹John D, Stowe (et al): Equity asset valuation, John Wiley & Sons, New Yourk, 2007, p54.

²أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، تعريب محمد علي إبراهيم سرور؛ مرجع سبق ذكره، ص 486.

³عبد الغفار، حنفي؛ أساسيات الإدارة المالية دراسة الجدوى تحليل مالي، 2003، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ص 134.

⁴عبد الغفار، حنفي؛ مرجع سبق ذكره، ص 379.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

وتقاس تكلفة الأرباح المحتجزة بالعلاقة التالية:¹

$$CRE = \frac{(T-1) * Drs}{MP}$$

حيث:

CRE: تكلفة الأرباح المحتجزة؛

Drs: توزيعات الأرباح؛

T: معدل الضريبة؛

MP: القيمة السوقية للسهم (القيمة البيعية).

- تكلفة التمويل بالديون

تكلفة التمويل بالديون تتسم بسهولة تقديرها مقارنة مع تكلفة الأموال الخاصة حيث تتوفر للمدير المالي كافة متغيرات تقديرها، وتكلفة الديون تتمثل في تكلفة التمويل بالقروض سواء كانت مصرفية أو سندات، إضافة إلى تكلفة التمويل بالاستئجار وتكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل.

- تكلفة التمويل طويل الأجل:

تمثل تكلفة المديونية طويلة الأجل بالنسبة للمؤسسة كلفة الحصول على الأموال عن طريق الاقتراض لفترة طويلة، بحيث يتم إعادة المبلغ المقترض مع زيادة مبلغ إضافي يمثل تعويض عن استخدام الأموال، وتكون تكلفة التمويل المقترض مرجحة بمعدل الضريبة على الدخل²، ويعبر عنه بالمعادلة التالية:

$$k_d = k(1-t)$$

حيث:

k_d: تكلفة الديون بعد الضريبة

t: معدل الضريبة على الدخل.

إن أي عملية اقتراض سواء كانت في صورة سندات تصدرها المؤسسة أو في صورة قرض تتعاقد عليه، يترتب عليها تدفقات نقدية داخلية تحصل عليها المؤسسة تتمثل في قيمة بيع السند أو قيمة التعاقد على القرض هذا من جانب، من جانب آخر تترتب عليها تدفقات نقدية خارجة تتمثل في الفوائد التي تدفع سنوياً بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة، ولحساب تكلفة الاقتراض نستعين بفكرة معدل العائد الداخلي والذي يتمثل في حساب سعر الفائدة والذي يجعل القيمة الحالية للمدفوعات السنوية تعادل المتحصلات الحالية من الأموال المقترضة، ويمكن صياغة هذه الفكرة في المعادلة التالية:

$$N_D = \sum_{i=1}^n I * \left(\frac{1}{1} + r'\right)^i + Dt \left(\frac{1}{1} + r'\right)^n$$

حيث:

N_D: صافي المتحصلات من قيمة الأموال المقترضة أو السندات؛

i: التدفقات النقدية الخارجة أي الفوائد الدورية،

¹ محمد صالح الحناوي، رسمية ذكي قرياقص مرجع سبق ذكره، ص 408.

² عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب؛ مرجع سبق ذكره، ص 172.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

D_t: قيمة القرض الذي ينبغي سداؤه في تاريخ الاستحقاق،

r: معدل الخصم أو سعر الفائدة الذي يتساوى عنده طرفي المعادلة ويساوي كذلك تكلفة الاقتراض للمؤسسة.¹

- تكلفة التمويل بالاندماج:

قرار الاندماج المبني على أسس صحيحة لا بد أن يؤدي تنفيذه إلى صافي قيمة حالية موجبة للمؤسسة الداخلة شأنها شأن القرارات الاستثمارية الأخرى. حيث لا بد للمدير المالي دراسة العوامل المؤثرة فيها حتى يمكنه تحديد المبلغ المدفوع أو نسبة تبادل الأسهم مع المؤسسة المستهدفة.²

عملية تحديد تكلفة الاندماج من شأنها تحديد نسبة الأرباح التي ستؤول إلى حملة أسهم المؤسسة الداخلة من مجموع المكاسب المحققة من عملية الاندماج، بينما تعبر التكلفة عن صافي المكاسب لحملة أسهم المؤسسة المستهدفة، يتم حساب الربح الحقيقي الذي يحققه الاندماج بالمعادلة التالية:

الربح = القيمة السوقية للمؤسسات بعد الاندماج - مجموع القيم السوقية للمؤسسات المندمجة (وهي منفصلة) .

لهذا تكلفة الاندماج تمثل صافي القيمة التي تدفعها المؤسسة الداخلة لحملة أسهم المؤسسة المندمجة، أو تمثل العلاوة المدفوعة من قبل المؤسسة الداخلة بالمقدار الذي يزيد عن قيمتها كوحدة منفصلة، وغالبا ما تكون العلاوة المدفوعة إلى المؤسسة المستهدفة نقدا أو عن طريق مبادلة أسهم ولهذا تكون تكلفة الاندماج كما يلي:

الممول نقدا = النقد المدفوع - القيمة السوقية للمؤسسة المندمجة و هي وحدة منفصلة .

الممولة بالأسهم = ن × (القيمة السوقية للمؤسسة بعد الاندماج - القيمة السوقية للمؤسسة قبل الاندماج) .

ن: تمثل عدد الأسهم المملوكة في الشركة.

⊙ تكلفة التمويل قصير الأجل

- **تكلفة الائتمان التجاري:** التمويل بالائتمان التجاري ليس عديم التكلفة حيث يتحمل كل من المورد والمشتري تكلفة فالمورد يتحمل تكلفته المباشرة في حساباته المدينة وتكلفة الخصم النقدي، وهذه التكاليف يعكسها عادة في سعر بيع المواد حسب أوضاع الطلب والمنافسة في السوق لذلك فإن المؤسسة قد تستطيع الحصول على أسعار أدنى إذا توفرت لديها السيولة وأرادت شراء المواد نقدا. هذا من جهة البائع أما من جهة المؤسسة المشتري أين يقسم الائتمان إلى ائتمان مجاني وائتمان ذو تكلفة فإذا استطاعت المؤسسة الوفاء بالتزاماتها والحصول على خصم نقدي فإن الائتمان يعتبر مجاني أما إذا قامت المؤسسة بالاستفادة من كامل المدة الممنوحة للائتمان فإنها تكون قد حصلت على تسهيلات ائتمانية من المورد مرتفعة نسبيا وبالتالي ائتمان ذو تكلفة.

$$kcf = \frac{s}{1-s} \times \frac{360}{Dc - De}$$

تكلفة الائتمان التجاري تأخذ الصيغة التالية³:

حيث:

¹ محمد صالح الحناوي، رسمية قريفاص مرجع سبق ذكره، ص 395-396.

² محمد علي، إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص 649-650.

³ محمد علي، إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص 304.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

S: معدل الخصم،

D_c: فترة الائتمان،

D_e: فترة الخصم.

◎ التكلفة المرجحة للأموال

-تقدير التكلفة المرجحة للأموال: يتم التعرف على التكلفة المرجحة للأموال عن طريق حصر مصادر التمويل وتحديد الأهمية النسبية لكل مصدر وبضرب الوزن في التكلفة المناظرة نحصل على التكلفة المرجحة لكل مصدر¹؛ ومن مجموع التكاليف المرجحة لكل مصادر التمويل نحصل على التكلفة المتوسطة للأموال.

التكلفة المتوسطة المرجحة = (% الديون × الديون بعد الضريبة) + (% الأسهم الممتازة × تكلفة الأسهم الممتازة) + (% الأسهم العادية × تكلفة الأسهم العادية).²

أو تساوي: $wacc = wdrd \times (1 - t) + wprp + wcrs$

تتمحور فكرة طريق التكلفة المرجحة للأموال (**wacc**) أن المؤسسات تمول احتياجاتها بالديون والأسهم في آن واحد. وتكلفة رأس المال هو المتوسط المرجح لتكلفة الدين وتكلفة رأس المال، حيث تكلفة رأس المال هي (**r_s**) دون احتساب الضرائب، وتكلفة الديون ببساطة هي معدل الاقتراض (**r_B**) مع ضرائب الشركات، تكلفة الديون بعد الضريبة هي (**r_B (1 - T_c)**)، والصيغة التي تحدد متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال هي:³

$$rwacc = \left(\frac{S}{S+B} \times rs \right) + \left(\frac{B}{S+B} \times rb \right) (1 - Tc)$$

حيث:

$$\frac{S}{S+B} = \text{الوزن بالنسبة لقيمة الأسهم؛}$$

$\frac{B}{S+B} = \text{الوزن بالنسبة للديون، و هي النسب المستهدفة. يتم التعبير عن النسب المستهدفة عموما بالقيمة السوقية، وليس بالقيم المحاسبية.}$

S: الأموال الخاصة،

B: الأموال المقترضة؛

r_B: معدل الاقتراض؛

r_s: تكلفة رأس المال؛

rwacc: التكلفة المرجحة المتوسطة.

¹عبد الغفار، حنفي: مرجع سبق ذكره، ص 403.

²Brigham Eugene, F Joel Houston:op cit, p331.

³Ross, Westerfield-Jaffe: Corporate Finance, 6th Edition, McGraw-Hill Companies, New Yourk , 2003, p483.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

سادسا: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة

ظهرت عدة مداخل لدراسة علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة وهذا بعد ظهور أفكار (David Durand: 1952) في هذا المجال، فبالرغم من عدم واقعية الفرضيات التي انطلقت منها النظريات التقليدية إلا أنها قدمت إضافة للنظرية المالية و مالية المؤسسة، وفيما يلي عرض وتحليل لأهم هذه المداخل:

1. مدخل صافي الربح (NI: Net Income Theory): يعتبر مدخل صافي الربح وجهة النظر الأولى لـ (David Durand: 1952)، حيث يهدف هذا المدخل أساسا إلى توضيح أنه لا أثر لزيادة الرافعة المالية على كل من معدل تكلفة القروض ومعدل تكلفة حق الملكية¹، وفقا لهذا المدخل فإن كلا من تكلفة الأموال الخاصة (Ke) وتكلفة الاقتراض (Kd) هما ثابتتان بغض النظر عن نسبة الاقتراض في هيكل رأسمال المؤسسة، فارتفاع أو انخفاض نسبة الاقتراض لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في معدل العائد الذي يطلبه المقرضون أو الملاك.²

فروض نظرية صافي الربح: تقوم هذه النظرية على الفروض التالية³:

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

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

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

نظرية صافي الربح وقيمة المؤسسة: يرى مؤيدي نظرية صافي الربح أن الاختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل هيكل الأموال، سوف تتيح الفرصة للإدارة المالية ومن خلال تغير نسبة الرفع المالي إلى زيادة مساهمة التمويل المقترض ذو التكلفة الأقل على حساب مساهمة التمويل الممتلك ذو التكلفة الأكبر، أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للشركة وفي تكلفة الأموال المرجحة من خلال التغير في نسبة الرفع المالي، فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للشركة.⁴

2. مدخل صافي ربح العمليات (NOI: Net Operating Income Theory): يعتبر مدخل صافي ربح العمليات وجهة النظر الثانية لـ (David Durand: 1952)، يركز هذا المدخل على فرضية ثبات تكلفة

¹ محمد صالح حناوي، رسمية قرياقص مرجع سبق ذكره، ص 382-406.

² ناصردادي عدون، يوسف مامش: أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، الطبعة الأولى، دارالمحمدية العامة، الجزائر، 2008، ص 87.

³ حمزة محمود الزبيدي: أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، 2006، ص 534.

⁴ حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص 533-534.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

الاقتراض (**Kd**) وعدم تغييرها مع تغير نسبة الاقتراض، كما أن تكلفة الأموال الخاصة (**Ke**) ترتفع كلما زادت نسبة الاقتراض - بسبب ارتفاع درجة المخاطرة بالنسبة لحاملي الأسهم -، هذا ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال المرجحة (**WACC**).¹

فروض نظرية صافي ربح العمليات: تقوم هذه النظرية على الفروض التالية²:

- تتحدد القيمة السوقية للشركة ككل بخصم صافي ربح العمليات (**NOI**) بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المرجحة (**WACC**)، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين اقتراض وملكية؛
- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال، لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم - تكلفة الأموال المرجحة (**WACC**) - يبقى ثابت لا يتغير؛
- زيادة مستويات الرفع المالي من خلال الحصول على قروض بطرح سندات وهو مصدر تمويل منخفض التكلفة يترتب عليه زيادة درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، لذلك فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض (السندات) تضع نتيجة مطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها، الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل الممتلك متصاعدة كلما زادت مستويات الرفع المالي؛
- ثبات معدل الفائدة على القروض؛
- عدم وجود ضريبة على دخل الشركات.

نظرية صافي ربح العمليات وقيمة المؤسسة: يؤكد مؤيدي نظرية صافي ربح العمليات (**NOI**) في صياغة هيكل التمويل إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغير في تكلفة الأموال المرجحة (**WACC**) ولا في القيمة السوقية للشركة، والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية مضافا إليه القيمة السوقية للقروض، بمعنى أن القيمة لسوقية للشركة سوف تكون مستقلة عن أي تغيرات في هيكل الأموال، وهي أيضا مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة (**WACC**). إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها أصحاب الأسهم العادية، وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لابد وأن يطلبوا معدل عائد على استثماراتهم أكبر تعويضا عن هذه المخاطر الإضافية، وبما أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك يمثل تكلفة التمويل الممتلك، لذلك فإن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي. إن هذا الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك يعوضه الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض الأمر الذي يجعل تكلفة الأموال المرجحة (**WACC**) ثابتة لا تتغير وبالتالي القيمة السوقية للشركة ثابتة لا تتغير.³

وطبقا لهذا المدخل فإنه يتوصل إلى القيمة السوقية الكلية للمؤسسة (**V**) بقسمة صافي ربح العمليات (**NOI**) على تكلفة الأموال (**K**)، وهذا كما يلي⁴:

¹ ناصر دادي عدون، يوسف مامش؛ مرجع سبق ذكره، ص 88.

² حمزة محمود الزبيدي؛ مرجع سبق ذكره، ص 540.

³ حمزة محمود الزبيدي؛ المرجع نفسه، ص ص 539-540.

⁴ ناصر دادي عدون، يوسف مامش؛ مرجع سبق ذكره، ص 89.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

$$V = \frac{NOI}{K}$$

حيث أن: NOI: صافي ربح العمليات؛

K: تكلفة الأموال.

أما القيمة السوقية للأموال الخاصة (E) فتحدد عن طريق طرح قيمة القروض (D) من القيمة السوقية الكلية للمؤسسة (V)، أي:

$$E = V + D$$

3. النظرية التقليدية: تسلم النظرية التقليدية بوجود هيكل رأس مال أمثل يتضمن نسب مثالية للتمويل المقترض تجعل تكلفة التمويل إلى حدها الأدنى، وإن الاستخدام الرشيد للتمويل المقترض في الهيكل المالي للمؤسسة يزيد معدل العائد على حقوق الملكية، فالتوافق الأمثل بين التمويل المقترض والتمويل الممتلك في هيكل رأس مال المؤسسة يجعل المعدل الموزون لكلفة رأس المال في أدناه ويعظم معدل العائد على حقوق الملكية¹.

جاء هذا المدخل تحت قيادة (David Durand & Gordan Shapiro)، حيث يتركز مفهومه في أن القيمة الكلية للمؤسسة يمكن أن تزداد في السوق، كما يتركز على إمكانية تخفيض التكلفة الكلية للأموال من خلال تحديد المزيج المناسب لمصادر التمويل من القروض و الأموال الخاصة، حيث يؤكد هذا المدخل على أن تكلفة الأموال يمكن أن تنخفض من خلال استخدام القروض إلى حد معقول. و بمجرد تجاوز المؤسسة لهذا الحد سيؤدي ذلك إلى زيادة قيمة المؤسسة بزيادة الرفع المالي².

طبقا لهذا المدخل، فإن الهيكل التمويلي الأمثل يتحقق عندما تكون تكلفة الأموال أقل ما يمكن أي عندما تكون قيمة المؤسسة أكبر ما يمكن³.

النظرية التقليدية وكلفة رأس المال: يعتبر المدخل التقليدي مزيج بين مدخل صافي الدخل ومدخل صافي الربح التشغيلي، وبذلك يسمى بالمدخل الوسيط، طبقا لهذا المدخل فإن المزيج من الدين وحقوق الملكية يمكن أن يزيد من قيمة المؤسسة عن طريق تخفيض التكلفة الإجمالية لرأس المال عند مستوى معين من الدين. كما يعتقد التقليديون أن هناك نسبة مديونة إلى حقوق الملكية مثلى تؤدي إلى انخفاض المعدل الموزون لكلفة رأس المال تدريجيا مع زيادة التمويل المقترض

¹ محمد علي ابراهيم العامري؛ مرجع سبق ذكره، ص 172.

² Samira Rafiki, Abdessadeq Sadaq: La Structure Financière de la Ferme a-t-elle une Influence sur sa Valeur? Problèmes Economiques, Revue du Financier, N° 2728, 2001, Paris, P 25.

³ Jacques Teulié, Patrick Topsacalian: Finance, 3^{ème} Edition, Edition Vuibert, Paris, 2000, P 352.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

في هيكل رأس المال إلى أن تصل نسبة التمويل المقرض إلى حد معين، يأخذ بعده المعدل بالارتفاع. ويطلق على نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه المعدل الموزون لكلفة رأس المال نحو الارتفاع بنسبة الاقتراض المثالية أو الرافعة المثالية. النظرية التقليدية وقيمة المؤسسة: تتأثر قيمة المؤسسة بعنصرين أساسيين، الأول هو المنافع التي تحصل عليها المؤسسة من الاقتراض والمتمثلة في الوفورات الضريبية (Tax Shelter) بسبب ارتفاع نسبة المديونية وبالمستوى المقبول، والعنصر الثاني هو تكلفة الافلاس والتي ترتبط بارتفاع نسبة الاقتراض.

4. نظرية ميلر ومودغلياني (Modigliani & Miller Theory): قدم ميلر ومودغلياني نظريتهما حول هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة عام 1958 والتي نصت على عدم وجود علاقة بين هيكل رأس مال المؤسسة وكلفة تمويلها، وبالتالي على قيمة المؤسسة، ولكن هذا الطرح يتوقف فيما إذا كانت هناك ضرائب من عدمه.¹ نظرية ميلر ومودغلياني في ظل عدم وجود الضرائب: بافتراض غياب الضرائب فإن قيمة المؤسسة والمعدل الموزون لكلفة رأس المال لا تتأثر بهيكل رأس مال الشركة، وإن تكلفة التمويل لا تتأثر بتغير نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، وبهذا فإن نظرية ميلر ومودغلياني تنص على أنه: "ليس للرفع المالي تأثير على قيمة المؤسسة وثروة المساهمين"، وأن المؤسسة لا تستطيع تغيير قيمتها بمجرد تجزئة تدفقاتها النقدية إلى قسمين مختلفين، وأن قيمة المؤسسة تحددها التدفقات النقدية لموجوداتها المادية ولا تحددها مكونات الهيكل المالي من الدين وحقوق الملكية، وقد طور ميلر ومودغلياني نظريتهما بالاستناد إلى الافتراضات التالية:²

- إن أسواق رأس المال هي أسواق منافسة تامة، إذ تتوافر المعلومات للمستثمرين مع عدم وجود كلف لمعاملات البيع والشراء في الأوراق المالية، إلى جانب وجود عدد كبير من المستثمرين في الأوراق المالية (بيع وشراء) دون التأثير في الأسعار؛
- تصنيف المؤسسات على أساس المخاطر نسبة على التبيان في الأرباح قبل الفوائد والضرائب؛
- إن الاقتراض خال من المخاطرة ولا توجد حدود لإصدار الديون، لذلك فإن معدل الفوائد على الديون ثابت؛
- إن قيمة المؤسسة تعتمد على دخلها التشغيلي، وأن توقعات المستثمرين متجانسة حول القيمة المستقبلية المتوقعة لدخل المؤسسة.

إن الفرضية الأولى لميلر ومودغلياني تسمح بفصل قرارات الاستثمار عن قرار التمويل وتنص على أن: "القيمة السوقية لأي مؤسسة لا تعتمد على هيكل رأسمالها، وإنما على توقعات الأرباح قبل الفوائد والضرائب" فإن::

$$\text{قيمة المؤسسة المرفوعة (المستدينة)} = \text{قيمة المؤسسة غير المرفوعة (غير المستدينة)} \quad ..$$

ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$V_L = S_L + D = \frac{EBIT}{K_E^V} = V_U$$

¹ دريد كامل آل شبيب: مرجع سبق ذكره، ص 195.

² محمد علي إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص ص: 174-175.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

حيث أن: V_L	القيمة السوقية للمؤسسة المرفوعة؛
S_L	القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المرفوعة؛
D	قيمة الديون؛
K_E^V	معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين بالملكية للمؤسسة الممولة بالملكية بشكل كامل؛
V_U	القيمة السوقية للمؤسسة غير المرفوعة؛

وتنص الفرضية الثانية لميلر ومودغلياني على أن: "كلفة رأس المال الممتلك K_E تزداد بنسبة كافية لجعل المعدل الموزون لكلفة رأس المال ثابتاً". وهذا يتطابق مع مدخل صافي الدخل لتشغيلي لدوراند .

عندما تستخدم المؤسسة التمويل المقترض والذي يعد أقل تكلفة من التمويل الممتلك فإن هذا الانخفاض يقابله ارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك بسبب ارتفاع المخاطر المالية وزيادة العائد المطلوب من قبل المستثمرين، ويشير كل من بريلي ومايرز إلى أن هذه الفرضية قد ركزت على المبادلة بين العائد والمخاطرة، وأن معدل العائد المتوقع على الأسهم العادية لمؤسسة مرفوعة تزداد بشكل يتناسب مع نسبة الديون إلى الأسهم العادية المعبر عنها بقيمة سوقية، وتتوقف نسبة الزيادة في معدل العائد على الملكية (R_E) على الفرق بين العائد على الموجودات (R_A) والعائد على الدين (R_D) وكما هو موضح في المعادلة التالية¹:

$$R_E = R_A + \frac{D}{E} (R_A - R_D)$$

حيث أن: R_E معدل العائد المتوقع على الملكية؛

R_A معدل العائد المتوقع على الموجودات؛

R_D معدل العائد المتوقع على الدين.

النظرية المصححة لميلر ومودغلياني في ظل وجود الضرائب (With Taxes): قدم ميلر ومودغلياني بحث لاحق بعنوان: "ضرائب دخل الشركة وتكلفة رأس المال: تصحيح"، وقد نص على أن: "الفرق بين قيمة المؤسسة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها مع قيمة المؤسسة التي تعتمد على التمويل الممتلك هو في القيمة الحالية للوفورات الضريبية"، وأن مزايا التمويل المقترض هي أكثر مما افترضوه والتي نصت عليها النظرية التقليدية. حيث أن قيمة المؤسسة المرفوعة تزداد والمعدل الموزون لكلفة رأس المال ينخفض نسبة إلى زيادة استخدام التمويل المقترض في هيكل رأس مال المؤسسة، وأن الاستمرار في الاقتراض يعني الاستمرار في تعظيم قيمة المؤسسة، وبهذا فإن قيمة المؤسسة المرفوعة لا تساوي قيمة المؤسسة غير المرفوعة $[V_L \neq V_U]$ ، والسبب يعود إلى القيمة المضافة والناجمة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، فقيمة المؤسسة حسب الفرضية الأولى لميلر ومودغلياني كانت في ظل غياب الضرائب، لكن بعد إدخال الضريبة على دخل المؤسسة تم تعديل الفرضية الأولى والفرضية الثانية في ضوء الافتراض الجديد.

¹ محمد علي إبراهيم العامري؛ المرجع نفسه، ص ص: 176-177.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

واستناداً إلى الفرضية الأولى المصححة لميلر ومودغلياني، فإن: "قيمة المؤسسة المرفوعة تساوي قيمة المؤسسة غير المرفوعة مضافاً إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية" وكما هو مبين في المعادلة التالية:

$$V_L = V_U + T_C$$

حيث أن: V_L : قيمة المؤسسة المرفوعة؛

V_U : قيمة المؤسسة الممولة بالملكية فقط؛

T_C : القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

واستناداً إلى الفرضية الثانية المصححة لميلر ومودغلياني، فإنه يمكن احتساب تكلفة رأس مال المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب كما في المعادلة أدناه:

$$WACC (or K) = K_d (1 - T) \left(\frac{D}{D + E} \right) + K_E \left(\frac{E}{D + E} \right)$$

حيث أن: $\frac{D}{D+E}$: وزن التمويل المقترض؛

$\frac{E}{D+E}$: وزن التمويل الممتلك.

سابعاً: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة

ظهرت عدة نظريات حديثة لهيكل رأس المال حاولت تفسير سلوك الهيكل المالي للشركة وهيكل رأس المال والأسباب التي دعت إلى ظهور هذه النظريات: - تكاليف الوكالة، حيث يقوم المقرض برقابة أنشطة الشركة؛ - زيادة احتمالية الإفلاس، نتيجة الالتزامات بالقروض؛ - التكلفة المتعلقة بحصول الإداريين على معلومات أكثر عن مستقبل الشركة¹. ومن أهم هذا النظريات الحديثة نجد:

1. نظرية تكاليف الإفلاس: تنفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوعاً من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية، وهي مخاطر إضافية تتحملها المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فائدة القروض أو كليهما². فعند بلوغ المؤسسة مستوى معين من الاستدانة تصبح إمكانية الإفلاس أمراً وارداً ولا يمكن تجاهله، ولا ينحصر مفهوم الإفلاس على الجانب القانوني وما يصاحبه من تكاليف مباشرة للعملية، بل يشمل في معناه الواسع على كل الصعوبات التي

¹ صبيحة قاسم هاشم: نظريات هيكل التمويل الحديثة-تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد: 73، المجلد: 02، بغداد، العراق، 2015، ص 68.

² غربي حمزة: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2015، ص 160.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

تواجهها المؤسسة لفترة طويلة¹، ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات الشركة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.²

تنطوي تكلفة الإفلاس على تكاليف مباشرة وأخرى غير مباشرة، فأما التكاليف المباشرة فهي المصاريف الإدارية والقانونية للتسوية القضائية، أو تلك الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بأقل من قيمتها الدفترية.

أما التكاليف غير المباشرة فتتمثل في انخفاض أرباح الشركة لعدة أسباب كارتفاع حجم الفوائد نتيجة لزيادة الاموال المقترضة، أو نتيجة لارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضين وفقدان ثقة الدائنين والموردين. ويشير في هذا الصدد بريجهام وجابنسكي أن مخاطر الإفلاس تزداد وتزداد معها التكاليف المصاحبة لها، كلما زادت نسبة الأموال المقترضة.³

يمكن صيغة العلاقة الرياضية للقيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس على النحو التالي:

$$V_L = V_u + T_D - V_a(F)$$

حيث أن: V_L : القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة؛

V_u : القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة؛

T_D : القيمة الحالية للوفورات الضريبية؛

$V_a(F)$: القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس.

أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثراً عكسياً على القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس.

2. نظرية الوكالة: تعود نظرية الوكالة (Agency Theory) لكل من جونسن وماكلينغ

(Jenson & Meckling)، حيث تعرف بأنها: "إطار فكري استخدم كأداة بحث لتفسير العلاقات التعاقدية التي عرفت في ميادين كثيرة من ميادين العمل والفكر الإنساني، تنشأ علاقة الوكالة عندما يفوض أو يوكل شخص معين (أو مجموعة من الأشخاص) ويسمى الموكل أو الأصيل شخصاً آخر (أو مجموعة من الأشخاص) ويسمى الوكيل للقيام بأداء خدمة أو مهمة محددة بالنيابة".

ترتكز نظرية الوكالة على الفرضيات التالية⁴:

- يتمتع أطراف الوكالة بالرشادة النسبية كما أن تصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية؛
- دوال أهداف الموكل والوكيل غير متوافقة، كما أن هناك قدراً من التعارض في المنافع بينهما؛

¹ Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard: Gestion Financière D'entreprise, 11^{ème} Edition, Edition Dalloz, Paris, 1997, P 820.

² زغيب مليكة: علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية-دراسة نظرية تحليلية-، مجلة العلوم الانسانية-بحوث اقتصادية، العدد: 31، المجلد: ب، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009، ص 166.

³ المرجع نفسه، ص 166.

⁴ غربي حمزة: مرجع سبق ذكره، ص 165.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

- بالرغم من وجود تعارض في دوال أهداف طرفي الوكالة، فإن هناك حاجة مشتركة للطرفين في بقاء العلاقة أو بقاء المؤسسة قوية في مواجهة المؤسسات الأخرى؛
- هناك عدم تماثل في المعلومات لدى كل من الموكل والوكيل فيما يتعلق بموضوع الوكالة؛
- يترتب على ما سبق، ضرورة توافر قدر من اللامركزية للوكيل لكي يمكنه من اتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للموكل؛
- للأصيل الرغبة في تعميم عقود الوكالة التي تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرفي الوكالة ويجول دون تصرف الوكيل على نحو يضر بمصالح الموكل.

في عام 1976 أسقط كل من (Jenson&Meckling) افتراض تماثل دالة الهدف لكل من الملاك والدائنين، حيث أثبتا أن هناك تكلفة وكالة للديون تؤدي دورا هاما في قرار التمويل، ويظهر هذه التكلفة أصبح الهيكل المالي الأمثل متحدا بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معا، وكما هو الشأن في تكاليف الإفلاس، فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وهذا برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، مما يؤدي أيضا إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار، والنتيجة ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة¹.

كما يشير كيم وسورنس (Kim&Sorensen) رداً على ما أشارت إليه نتائج دراسة ميلر من ثبات نسبة الاقتراض خلال فترة العشرينيات والخمسينيات رغم تغير معدلات الضريبة، إلى أن ذلك يؤكد على أهمية تأثير تكلفة الوكالة. ففي الخمسينيات زاد عدد الشركات المساهمة على حساب الشركات الفردية والصغيرة، وصحب ذلك ارتفاعا في تكلفة الوكالة، مما أدى بالشركات إلى الحد من الاقتراض رغم المزايا الضريبية التي قد تنشأ عنه. بعبارة أخرى يمكن أن تكون تكلفة الوكالة قد زادت بنفس القدر الذي زادت به الوفورات الضريبية، وترتب عن ذلك ثبات تشكيلة هيكل رأس المال².

يمكن صيغة العلاقة الرياضية للقيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على النحو التالي:

$$V_L = V_u + T_D - V_a(F) - V_a(A)$$

حيث أن: $V_a(A)$: القيمة الحالية لتكاليف الوكالة.

أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثراً عكسياً على القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية لتكاليف الوكالة.

¹Jensen. M, Meckling, The Theory Of The Firm-Managerial Behavior Agency Costs And Ownership Structure-, Journal Of Financial Economics, N°3, oct, 1976, P 305-306.

²زغيب مليكة: مرجع سبق ذكره، ص 168-169.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

2. نظرية الإشارة: يفترض مدخل ميلر ومودغلياني أن نوعية المعلومات التي تملكها إدارة المؤسسة هي نفس المعلومات التي يملكها المساهمون في الشركة (وتسمى هذه الحالة بحالة التماثل (أو التناظر) المعلوماتي (Symétrique Information))، وذلك فيما يتعلق بالفرص الاستثمارية المستقبلية المتاحة للمؤسسة. إلا أن ذلك غير صحيح في الواقع العملي، حيث نلاحظ أن نوعية المعلومات لدى الإدارة أفضل من نوعية المعلومات لدى المساهمين (وتسمى هذه الحالة بعدم تماثل المعلومات (Asymétrie de L'information))، مما يترتب عليه نتائج هامة على القرارات المرتبطة باستخدام المديونية أو الأسهم في التمويل.

تقوم هذه النظرية والتي يعود الفضل في ظهورها إلى الباحث روس (Ross: 1977)، على قاعدة أساسية هي عدم تماثل المعلومات، الذي تتصف به الأسواق، والواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنص على أنه بإمكان المسيرين في المؤسسات الأحسن أداءاً إصدار إشارات (Signaux) خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء، وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة¹. وبهذا فإن نظرية الإشارة تستند إلى فكرتين أساسيتين هما:

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المسيرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛

- حتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة. حسب هذه النظرية فإن المعلومات حول الفرص الاستثمارية المستقبلية للمؤسسة وكذا الظروف الحالية تكون أفضل عند المسيرين مقارنة بالمستثمرين، مما يؤثر في تحديد التركيبة المثلى للهيكل المالي للمؤسسة، فتلجأ المؤسسة إلى التمويل بالديون عندما تتوقع ظروف مستقبلية مشجعة، بينما تلجأ إلى إصدار أسهم جديدة كنمط تمويلي لما تتوقع ظروف مستقبلية سيئة، وبذلك فالهيكل المالية للمؤسسة تتوقف على الإشارات الصادرة عنها والتي تحمل توقعات عن الظروف المستقبلية التي تواجهها.²

رابعاً . نظرية الالتقاط التدريجي: على الرغم من أن نظرية ميلر ومودغلياني حازت على عالم رأس مال الشركات مدة طويلة، إلا أن الانتباه تحول إلى نظرية الالتقاط التدريجي والتي تسمى أيضاً نظرية أولوية مصادر التمويل والتي تركز على أهمية دور المدير في تحديد هيكل رأس المال الجديد من خلال الاختيار بين إصدار السندات وإصدار الأسهم. حيث تعتبر نظرية الالتقاط التدريجي نظرية للمفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية، كما أن بدايات هذه النظرية كانت مع دراسة (Donaldson: 1961) عن ممارسات التمويل لعينة من الشركات الكبيرة، فقد لاحظ أن الإدارة تفضل استخدام التمويل الداخلي (احتجاز الأرباح) على مصادر التمويل الخارجية والمتمثلة في الاقتراض وإصدار الأسهم العادية الجديدة.³

¹ دادن عبد الوهاب: تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية-، مجلة الباحث، العدد: 04، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006، ص 112.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التبيي: التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، اليازوري للنشر، الأردن، 2008، ص 432-433.

³ محمد علي إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص 249.

المحور الثاني: مقاربات إنشاء القيمة

ومن أهم النماذج المستحدثة لنظرية الالتقاط التدريجي نموذج مايرز (Mayers: 1984)، حيث يعالج الرهانات والقرارات التي تتخذها المؤسسة في الأجل البعيد تحت فرضية تعظيم قيمة المؤسسة كهدف أساسي يسعى المسكرون إلى تحقيقه، وتتلخص نظرية الالتقاط التدريجي التي قدمها مايرز في أن المؤسسات تفضل التمويل الداخلي عن التمويل الخارجي، كما أنها تفضل ضمن التمويل الخارجي التمويل بالقروض على التمويل بالأسهم.

المحور الثالث:
عمليات التحكم في
التسيير
(تحليل القوى التنافسية)

المحور الثالث: عمليات التحكم في التسيير (تحليل القوى التنافسية)

عمليات التحكم في التسيير تشكل الإطار الذي يتحرك فيه القادة والمديرون لتحقيق الأهداف وتحسين الأداء. تتمثل هذه العمليات في مجموعة من الخطوات المترابطة التي تضمن استمرارية التوجيه والرقابة. تتضمن عمليات التحكم أيضاً التحليل الاستراتيجي، الذي يهدف إلى فهم البيئة الخارجية والداخلية للمؤسسة، وصياغة الاستراتيجيات المناسبة لتحقيق الأهداف. بعد ذلك، يتم تنفيذ الإجراءات المحددة، مع متابعة ومراجعة النتائج لضمان فعالية الإجراءات المتخذة وتعديلها حسب الحاجة. وفي نهاية المطاف، يقع على عاتق القادة التوجيه والإشراف لضمان تنفيذ الخطط بشكل فعال وتحقيق الأهداف المرجوة.

يعتبر تحليل البيئة التنافسية أحد الأدوات الرئيسية التي تمكنهم من فهم هذه البيئة وتقييم الفرص والتهديدات التي تنطوي عليها. يهدف هذا التحليل إلى تحديد مواطن القوة والضعف في بيئة الشركة وفهم كيفية التعامل معها بشكل فعال لتحقيق النجاح والاستدامة. في هذه المقدمة، سنستكشف كيف يمكن لتحليل البيئة التنافسية أن يكون عنصراً محورياً في عمليات التحكم في التسيير، من خلال توجيه الاستراتيجيات وتحديد الأولويات لتحقيق الأهداف المنشودة للمؤسسة.

نموذج تحليل القوى التنافسية - نموذج التحليل الهيكلي - هو منهجية لتقييم جاذبية قطاع نشاط معين أو شريحة استراتيجية. هذه الجاذبية مشروطة بالكثافة التنافسية التي تسود وتحدد الربحية في هذا القطاع. وينبغي أخذ هذا التحليل بعين الاعتبار، من أجل تحديد جاذبية القطاع، ليس فقط التأثيرات الداخلية للقطاع (المرتبطة بسلوك المنافسين) ولكن أيضاً التأثيرات خارج القطاع (المتعلقة بتهديد الأنشطة البديلة، والوافدين الجدد، سلوك العملاء والموردين، الخ). ومن ثم، فإن النتيجة الناتجة عن كل هذه التأثيرات تتحكم في تحديد مستوى الكثافة التنافسية للقطاع وربحيته المحتملة.

بعد قيام المؤسسة بتحليل وتوصيف القواعد الرئيسية التي تحكم نشاطها، وتحديد الأقسام أو الشرائح الاستراتيجية التي تم تناولها في الفصل السابق، يعمل نموذج القوى التنافسية على تعميق هذا التشخيص من خلال تحديد التأثيرات الموجودة داخل النشاط وفي محيطه على ربحية المؤسسة.

المحور الثالث: عمليات التحكم في التسيير (تحليل القوى التنافسية)

أولاً: تعريف تحليل القوى التنافسية

يشير كل من التأثيرات الخمسة التي حددها مايكل بورتر إلى الرغبة في الحصول على بعض الربحية المحتملة للقطاع ومحاولة الرفع من رقم الأعمال. وتستند فكرة هذا النموذج على فرضية أن كل قطاع نشاط لديه القدرة على تكوين الثروات، وإمكانية تحقيق الربحية وأن القوة الخاصة لهذه التأثيرات الخمسة (التي تختلف باختلاف قطاعات النشاط). ستحدد توزيع الثروة المتولدة من قطاع النشاط وتعطي مؤشراً على جاذبية القطاع.



ثانياً: نموذج القوى التنافسية الخمسة لميشال بورتر

نموذج تحليل القوى التنافسية، المعروف أيضاً باسم ، هو إطار تحليلي تم تطويره بواسطة العالم الاقتصادي مايكل بورتر في عام 1979. يهدف هذا النموذج إلى فهم وتقييم درجة تنافسية صناعة معينة أو قطاع سوقي، وذلك من خلال تحليل خمس قوى رئيسية تؤثر على هذه الصناعة. فيما يلي تفاصيلها، وتوضيح طبيعتها وظروف تأثيرها¹.

1. التهديد الذي يشكله الوافدون الجدد: La menace constituée par les nouveaux entrants² يشير هذا التهديد إلى قدرة بعض الشركات على دخولها في قطاع لم تكن موجودة فيه، وبالتالي الحصول على حصة من رقم أعمال هذا السوق. وبالتالي فإن الوافدين الجدد هم القادمون الجدد للقطاع أو على وشك الاستقرار فيه، يساهم هؤلاء الداخلون الجدد في زيادة المنافسة وتدهور المركز التنافسي للفاعلين الحاليين، يعتمد هذا التهديد أساساً على قدرة الوافدين الجدد المحتملين على التغلب على الحواجز التي تحول دون الدخول.

هذه العوائق أمام الدخول يمكن أن تكون مالية أو تكنولوجية أو تجارية أو تنظيمية، الخ. وفيما يلي بعضها:

- **اقتصاديات الحجم Les économies d'échelle**: يشكل الحجم حاجزاً مهماً بالنسبة للمؤسسة الوافدة الجديدة، التي يجب عليها الاختيار بين إمكانيتين: إما تفضيل التحكم في التكلفة من خلال الإنتاج على نطاق واسع (اقتصاديات

¹ Jean-Pierre Detrie, op cit, p112

² David, F. R, op cit, p66

المحور الثالث: عمليات التحكم في التسيير (تحليل القوى التنافسية)

الحجم)، مما يقلل من التكلفة الوحيدة، ولكنه يسبب خطر عدم القدرة على تصريف كل المنتجات. البديل الآخر هو اعتماد إنتاج أقل وبالتالي قبول تدهور قدرتها التنافسية.

من الأمثلة البارزة في هذا السياق، نجد تجربة شركة "تسلا"، حيث تمكنت الشركة من خلال زيادة حجم إنتاج سياراتها الكهربائية من تحقيق اقتصاديات الحجم وتقليل التكاليف. بفضل ذلك، تمكنت "تسلا" من تقديم سيارات كهربائية بأسعار تنافسية وبميزات تقنية متقدمة، مما جعلها تحقق نجاحا كبيرا في السوق.

بالمقابل، يظهر مثال **بوينغ وإيرباص** كيف أن عدم تحقيق اقتصاديات الحجم يمكن أن يكون له تأثير سلبي على الشركة. فعلى الرغم من قدرة إيرباص والتقنية وخبرتها، لم تتمكن من اختراق سوق الطائرات الكبيرة بفضل هيمنة بوينغ وحجم إنتاجها الكبير. ولكن باعتماد استراتيجية تقليل الحد الأدنى من الكفاءة والاستثمار الأولي، نجحت إيرباص في تحسين مكانتها في السوق وزيادة تنافسيتها.

- اقتصادات الخبرة والتجربة Les économies d'expérience : يتم تعريف اقتصاديات التجربة على أنها الانخفاض الإجمالي للتكلفة الوحيدة للمنتج مع زيادة تراكم إنتاجه في المؤسسة. بمعنى آخر، فإن التكلفة الوحيدة للمنتج ستخفض بنسبة معينة (بين 10٪ و 50 ٪) عندما يتضاعف الإنتاج التراكمي لهذا المنتج؛ ويفسر هذا الانخفاض في تكلفة الوحدة بتحسين إنتاجية العمالة بفضل عامل الخبرة والتجربة التي تكسبها المهارة وسرعة الانجاز، وعليه فمن المؤكد أن الوافد الجديد في قطاع النشاط يكون أسفل منحى التجربة، وبالتالي سيتحمل عيب ارتفاع التكلفة بتأخره في بدئ النشاط وانخفاض حجم الإنتاج. في قطاع البطاقات الذكية (carte à puce) على سبيل المثال يتحمل الوافد الجديد تكلفة وحيدة إجمالية أكبر بعشر مرات من الشركات التي شرعت في العمل قبلها.

كثافة رأس المال L'intensité capitalistique : في بعض قطاعات النشاط، يكون الاستثمار المالي الأولي "تذكرة الدخول المالية" اللازم لدخول النشاط كبيرا ولذلك فهو يمثل حاجزا مهما بالنسبة للوافد الجديد، فعلى سبيل المثال، وفي صناعة المستحضرات الصيدلانية، يمثل الابتكار وتسويق الأدوية الجديدة عامل أساسي للنجاح **FCS** ومع ذلك، فإن تطوير مستحضر جديد يتطلب استثمارا ماليا، يستمر في الزيادة ليصل إلى حوالي **800 مليون يورو**.

الوصول إلى المهارات الأساسية L'accès aux compétences critiques : في بعض القطاعات، يعتبر إتقان المهارات التكنولوجية المتقدمة والمتخصصة شرطا أساسيا للتطوير والنجاح. يمثل اكتساب هذه المهارات حاجزا مهما بالنسبة للوافدين الجدد. ومع ذلك، فإن الموارد التي يحتاجها الوافد الجديد ليست بالضرورة ذات طبيعة تكنولوجية؛ فقد تكون عبارة عن مواد خام محددة أو موقع جغرافي هام.

وعلى سبيل المثال، تتمثل أحد أهم مميزات ومكتسبات النادي السياحي "Club Méditerranée" في عدد وجودة مواقعه حول العالم لقرى السياحة والعطلات، وعليه فإن الحاجة إلى توفير مجموعة واسعة من المواقع السياحية المرموقة للنجاح في هذا النشاط يجعل المهمة صعبة لكل وافد جديد محتمل.

المحور الثالث: عمليات التحكم في التسيير (تحليل القوى التنافسية)

في قطاع السياحة والسفر، يظهر مبدأ الوصول إلى المهارات الأساسية كيف يمكن للشركات الناشئة مواجهة تحدي الدخول إلى السوق. على سبيل المثال، شركة "Airbnb" تقدم منصة لحجز الإقامة عبر الإنترنت، ولكن التحدي الرئيسي الذي تواجهه الشركة هو الوصول إلى المواقع السياحية الشهيرة والمرغوبة من قبل العملاء.

في حين أن "Airbnb" تتمتع بالتكنولوجيا اللازمة لتشغيل المنصة، إلا أن الوصول إلى مجموعة متنوعة من المواقع السياحية المرموقة يعتبر تحدياً كبيراً، لأنه يتطلب شراكات وعلاقات مع ملاك العقارات في تلك المناطق. وهذا يعني أن الشركة بحاجة إلى اكتساب المهارات اللازمة لإدارة هذه الشراكات وإقناع أصحاب المنازل بالانضمام إلى منصتها. بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن يكون الوصول إلى المواقع السياحية المميزة أحد العوامل المحورية في تحديد نجاح شركة سياحية. فمثلاً، لا يمكن لشركة سياحية جديدة أن تنافس بشكل فعال في السوق إذا كانت تفتقر إلى الوصول إلى الأماكن السياحية الشهيرة أو الوجهات السياحية البارزة في العالم.

الوصول إلى شبكة التوزيع L'accès à un réseau de distribution: يتم تنظيم شبكة التوزيع لقطاع نشاط معين حول المنافسين الحاليين، وعليه يجب أن يكون الوافد الجديد قادراً على إقناع الموزعين الحاليين بتوزيع منتجاته أو، في حال فشل ذلك، إنشاء شبكة توزيع من الصفر. هذه الصعوبات هي سبب الفشل على نطاق واسع للوافدين الجدد.

وجود زبائن مخلصين L'existence d'une clientèle fidélisée: تتميز بعض القطاعات بوجود منافسين كبار لديهم علامة تجارية وسمعة راسخة، فضلاً عن قاعدة عملاء مخلصين، هذا الوضع يجبر الوافد الجديد على التقاط الزبائن على حساب هؤلاء المنافسين الحاليين، مما يضطره إلى تحمل نفقات إشهار واتصال باهظة.

على سبيل المثال، فإن الصعوبة التي تواجهها العلامات التجارية للسيارات الفرنسية، مثل رينو أو بيجو، لاختراق شريحة السيارات الراقية للتنافس مع مرسيدس أو أودي، تفسر إلى حد كبير بسبب نقص الصورة والسمعة للعلامات الفرنسية مقارنة بالعلامات الألمانية.

التراخيص والمعايير أو براءات الاختراع Les licences, les normes ou les brevets: تكون بعض العوائق تتعلق بالتنظيم، وإرادة الدولة في بعض الأحيان للحد من الوصول إلى بعض قطاعات النشاط (تراخيص الاستغلال)، ومراقبة الجودة (الأعراف)، وحماية الابتكار (البراءة) أو تنفيذ سياسة حماية (الحصص). وبعبارة أخرى، فإن هذه التدابير القانونية أو السياسية تقيد المنافسة وتثبط الوافدين الجدد؛ ففي صناعة المستحضرات الصيدلانية مثلاً، ومن أجل الحفاظ على نشاط تطوير دواء جديد، تتم حمايتها ببراءة اختراع لمدة عشرين سنة يمكن تمديدتها لمدة خمس سنوات من خلال شهادة حماية تكميلية (CCP) certificat complémentaire de protection.

2. التهديد الذي تطرحه المنتجات البديلة La menace constituée par les produits de substitution:

يتم تعريف المنتجات البديلة على أنها منتجات تلبى نفس الاحتياجات أو تقوم بنفس وظائف المنتجات في القطاع قيد الدراسة (المنتج الرئيسي)، ولكن عن طريق حشد مهارات أو تقنيات مختلفة. في كثير من الأحيان، يلجأ الوافدون الجدد إلى الاعتماد على الابتكار لتجديد الطريقة التقليدية التي كان يلبي بها العملاء احتياجاتهم. عندئذ يكون الخطر قائماً من خلال نقل رقم الأعمال من قطاع المنتج الرئيسي إلى قطاع المنتج البديل، في صناعة الاتصالات، يظهر مفهوم

المحور الثالث: عمليات التحكم في التسيير (تحليل القوى التنافسية)

المنتجات البديلة كيف يمكن للتكنولوجيا الجديدة أن تحدث تغييرا جذريا في طريقة تلبية الاحتياجات وتحقيق الوظائف المشابهة. على سبيل المثال، كانت شركة "Nokia" الفنلندية متميزة في سوق الهواتف المحمولة باستخدام تكنولوجيا الأجهزة المحمولة التقليدية، ولكن مع تقدم التكنولوجيا، تغيرت المنافسة.

عندما ظهرت تقنية اللمس في الهواتف الذكية، بدأت شركات مثل "Apple" و "Samsung" في تقديم هواتف تعتمد على هذه التقنية، مما أدى إلى تحول كبير في سوق الهواتف المحمولة. في هذا المثال، أصبحت الهواتف الذكية بتقنية اللمس بديلا مباشرا للهواتف المحمولة التقليدية، حيث قدمت وظائف مشابهة ولكن بتجربة مستخدم جديدة وتقنيات مختلفة.

إن تهديد المنتجات البديلة يعتمد بشكل أساسي على التأثير المشترك لعاملين: **درجة الاستبدال** بين المنتج الرئيسي والمنتج البديل، و**الفرق المزايا / التكلفة** بين هذه المنتجات نفسها؛ تشير درجة الاستبدال إلى سهولة نقل العميل الذي يرغب في استخدام المنتج البديل بدل من المنتج الرئيسي، أي السهولة التي يمكن أن ينتقل بها من بديل إلى آخر لإرضاء نفسه وفقا لتوقعاته.

تشير الثنائية: المزايا / التكلفة إلى الفرق بين القيمة التي يقدمها المنتج البديل (الأداء والجودة وسهولة الاستخدام) مقارنة بما كان يقدمه المنتج الرئيسي، ونسبة إلى تكاليف كل منها أيضا (المالية والنفسية). عندما تكون درجة الاستبدال عالية وتكون نسبة الفائدة / التكلفة مواتية للمنتج البديل، فإنها تمثل تهديدا قويا للمنتج الرئيسي من حيث أنه يخاطر بالتقاط معظم المبيعات من المنتج الرئيسي. ومثال ذلك مسار قطار TGV بين باريس ومرسيليا القابل للاستبدال بنفس الرحلة التي تتم بالطائرة، فإن الفرق في الثنائية الفائدة / التكلفة ليس كبيرا، وهو ما يفسر التعايش بين طريقتي النقل وعدم قدرة إحدى الوسيلتين على الاستحواذ على السوق¹.

3. القوة التفاوضية للعملاء Le pouvoir de négociation des clients: تشير القدرة التفاوضية للعملاء إلى قدرتهم على التأثير في العلاقة مع الشركات في القطاع لصالحهم، وقد يكون العميل المقصود هنا هو المستهلك النهائي أو وسيط أو موزع. وتمنح القدرة على المساومة لدى العملاء الفرصة للاستحواذ على القيمة التي تولدها الصناعة من خلال الحصول على هامش إضافي على حساب مؤسسات القطاع.

وبالتالي، يمكن لمُتاجر التجزئة الكبيرة ذات المصلحة العامة (مثل كارفور أو أونو) فرض شروطها على مورديها (شروط الدفع، المتطلبات اللوجستية، تخفيضات الأسعار، وما إلى ذلك). هذه القدرة التفاوضية للعملاء لها تأثير على خفض أرباح المؤسسات الموردة التي لا تستطيع تحمل خسارة هؤلاء العملاء المهيمنين، هناك خمسة عوامل رئيسية تجعل من الممكن تقييم القوة التفاوضية النسبية للعملاء.

- درجة التركيز النسبي Le degré de concentration relative: يشير مفهوم التركيز النسبي إلى الاختلاف في درجة التركيز بين القطاع الجاري تحليله وبين درجة تركيز العملاء. يتميز القطاع المركز (Un secteur concentré) بعدد

¹ Charles W. L. Hill, Gareth R. Jones, Melissa A. Schilling : Strategic Management Theory An Integrated Approach, Cengage Learning – libgen.li, 2014,p 664-68

المحور الثالث: عمليات التحكم في التسيير (تحليل القوى التنافسية)

محدود من الشركات التي تولد جزءا كبيرا من رقم أعمال النشاط (الطيران أو قطاع السيارات على سبيل المثال) على عكس القطاعات الأخرى المجزأة.

إذا كان قطاع العميل شديد التركيز، فيمكنه الاستفادة من وضع مناسب؛ إذ يتمتع العملاء بنفوذ كبير في هذه الحالة، باعتبارهم يمثلون نسبة كبيرة من الفرص التجارية للشركات المصنعة في هذا القطاع.، لذلك تكون القوة التفاوضية للموزعين العاملين الكبار كبيرة، لأنهم عادة ما يمثلون غالبية العملاء للشركات الصناعية.

- سهولة التحول La facilité de transfert: يشير هذا المفهوم إلى سهولة تغيير العملاء لمصدر التوريد بالإضافة إلى تكلفة هذا التغيير، تعتمد سهولة النقل أو التحول على عدد الشركات في هذا القطاع ودرجة تمايز المنتجات. وعليه، إذا كانت درجة التمايز بين المنتجات عالية، مع عدد قليل للشركات في هذا القطاع، فإن العميل سيواجه صعوبة كبيرة في استبدال الموردين، مما يقلل من قدرته على المساومة، فعلى سبيل المثال، يسعى متعاملوا الهواتف المحمولة من خلال فرض الحد الأدنى من فترات الاشتراك من اثني عشر إلى أربعة وعشرين شهرا على عملائها، على وجه التحديد إلى الحد من سهولة تنقل المستهلكين بين المتعاملين المنافسين.

- القدرة على التكامل أو الاندماج الأمامي La capacité d'intégration amont: نعني بها السهولة التي يمكن للعميل من خلالها تحقيق الاندماج الأمامي (en amont) أي قيامه بنفسه بنشاطات الشركات الموردة (الموردين) في القطاع (أي يصبح العميل وافد جديد على الصناعة). إذا كانت تكلفة هذا التكامل منخفضة، فإن العميل يزيد من قدرته على المساومة ضد الشركات في هذا القطاع.

- درجة الجودة المرتبطة Le degré de qualité liée: تشير الجودة المرتبطة إلى تأثير جودة السلع أو الخدمات المقدمة من المورد على جودة المنتجات المصنعة أو الخدمات المقدمة للعميل؛ وبالتالي إذا كانت الجودة ذات ارتباط كبير، فهذا يعني أن جودة منتجات المصنع تعتمد إلى حد كبير على جودة مشترياته، مما يقلل من قدرته على المساومة، لذلك نجد أن الجودة المرتبطة هي التي تسمح لموردي المحركات في صناعة الطيران بمضاهاة قوة مصنعي الطائرات.

- الفجوة بين العرض والطلب Le décalage entre l'offre et la demand: في حالة حدوث تباطؤ هائل في الطلب مقارنة بالعرض الحالي في السوق، فإن هذه الفوائض في السوق تتيح للعملاء الحصول على موقع قوي في المفاوضات. وعلى العكس من ذلك، في وضع يتميز بالطلب القوي مقارنة بالعرض، تقل القدرة التفاوضية للعميل.

4. قوة المساومة (التفاوض) للموردين Le pouvoir de négociation des fournisseurs: تنطبق عوامل تقييم قوة التفاوض للعملاء مع العوامل الخاصة بالموردين ولكن بشكل متناظر، فإذا كانت هذه العوامل أكثر تركيزا مقارنة بالمؤسسات العاملة في القطاع، وإذا كانت درجة الجودة المرتبطة عالية، فإن ميزان القوة سيكون أكثر ملاءمة للموردين. وبعبارة أخرى، لا يملك العملاء سوى خيارات محدودة للاختيار بين الموردين، الذين يمكنهم بعد ذلك فرض

المحور الثالث: عمليات التحكم في التسيير (تحليل القوى التنافسية)

شروطهم. وبالمثل، إذا كانت قدرة التكامل بين الشركات في القطاع محل الدراسة منخفضة (أو إذا كانت قدرة التكامل الخلفي للموردين قوية) وسهولة تحويلها، فسوف تزداد القوة التفاوضية للموردين.¹

5. المنافسة داخل القطاعات La rivalité intra-sectorielle: يشير التنافس داخل الصناعة إلى كثافة المنافسة داخل القطاع. حيث تميل المنافسة المباشرة بين الشركات في القطاع إلى تقليل ربحيتها. فغالبا ما تتجلى المنافسة القوية في عدوانية السياسات التجارية: العروض، والاستثمارات الإعلانية الضخمة، وتكاثر إطلاق المنتجات الجديدة الخ.

ونجدها خصوصا في قطاع متعاملي الهاتف النقال، يمكن استخدام عدة عوامل لتقييم كثافة المنافسة داخل القطاعات:

- ميزان القوى في القطاع: إذا كانت الشركات المتنافسة عديدة، وذات أحجام وقوى متكافئة، فإن الصراع التنافسي سوف يبرز، لأن كل منها لديها الرغبة في التفوق على الشركات الأخرى.

- معدل نمو النشاط: إذا كان معدل نمو النشاط منخفضا، مما يدل على وجود القطاع في حالة نضج أو تشبع، فإن الشركات الراغبة في النمو ل تملك خيارا سوى الاستحواذ على حصص السوق لمنافسيها، الأمر الذي يبرز منافسة شديدة داخل القطاعات. في المقابل، إذا كان معدل النمو مرتفعاً، فلن يتمكن جميع الفاعلين حتى من تغطية حصصهم السوقية، وبالتالي إمكانية الدخول لمنافسين آخرين للاستفادة من هذا الحجم من الأعمال دون منافسة شرسة بينها.

- الزيادة في الطاقة الإنتاجية ووجود حواجز الخروج: في حالة وجود قطاع يتميز بإمكانية تحقيق وفورات الحجم أو الخبرة، سيتعين على الشركات الناشطة في قطاع ما زيادة طاقتها الإنتاجية من أجل تقليل تكاليفها. وقد تؤدي هذه الزيادة إلى حالة من الإفراط في الطاقة وتؤدي إلى تفاقم المنافسة التي ستؤدي إلى انخفاض الأسعار وبالتبعية الربحية. يكون احتمال حدوث هذا السيناريو أقوى بزيادة الحواجز أمام الخروج من القطاع، وتشير عوائق الخروج إلى الأصول المحددة وذات الخصوصية التي يجب على الشركة اقتناؤها في قطاع نشاط معين وتكون غير قادرة على إعادة توزيع أصولها أو استبدالها إن أرادت تغيير النشاط، وبالتالي لا يمكن للشركة المتعثرة مغادرة القطاع دون تحمل خسائر فادحة مما يضطرها للحفاظ على نشاطها رغم تراجع أرباحه، وبالتالي يساهم هذا الوضع في وجود فرط في العرض في القطاع مما يتسبب في تخفيض ربحية الشركات الأخرى والقطاع ككل.

- طبيعة المنتج / الخدمة La nature du produit/service: عندما تكون منتجات قطاع معين بسيطة، يكون من الصعب للغاية على الشركات تنفيذ استراتيجية التمايز، وبالتالي تكون مجبرة على تنفيذ استراتيجية السيطرة على التكاليف. فالتنافس هو الأكثر تدميرا للربحية التي يتمتع بها القطاع من خلال تخفيض الأسعار، لأنه في هذه الحالة، تنقل ثروة القطاع مباشرة إلى العملاء.

¹ Charles W. L. Hill, Gareth R. Jones, Melissa A. Schilling :op cit,p68

المحور الثالث: عمليات التحكم في التسيير (تحليل القوى التنافسية)

ثالثا: أهداف نموذج تحليل القوى التنافسية

نموذج تحليل القوى التنافسية يسعى إلى تحقيق هدفين رئيسيين:

- وصف وتقييم الضغوط التي تتعرض لها قطاع النشاط، وثانيا، تحديد مستوى هذه الضغوط وتأثيرها على الربحية المتوقعة للقطاع. يتضمن وصف الضغوط عوامل مثل المنافسة داخل القطاعات، والتهديد من الوافدين الجدد، والتهديد من المنتجات البديلة، والتفاوضية للموردين، وقوة المساومة للعملاء. ومن خلال تفاعل هذه العوامل، يتم تحديد مستوى الكثافة التنافسية التي تؤثر على الربحية داخل القطاع.

- تأثير الكثافة التنافسية لا يقتصر فقط على الربحية، بل يمتد أيضا ليشمل الاستثمارات، والتكاليف، والأسعار. وبالتالي، يرتبط هذا النموذج بشكل مباشر بحسابات الربح والخسارة وميزانيات الشركات. يتيح هذا التحليل تقدير متوسط الأداء المتوقع للشركات في القطاع، مما يساعد في فهم أداء الشركة بالمقارنة مع غيرها في الصناعة. ويتفاوت هذا الأداء من قطاع لآخر، حيث قد تتراوح نسبة العائد على رأس المال المستثمر بين نسب مختلفة على مدى سنوات محددة، مثلما حدث بين عامي 1992 و 2006 في أكثر من 50 قطاع صناعي في أمريكا.

رابعا: علاقة تحليل البيئة التنافسية بعمليات التحكم في التسيير والاستراتيجية المالية:

علاقة تحليل البيئة التنافسية يساهم بشكل كبير في عمليات التحكم في التسيير والاستراتيجية المالية بالطرق التالية:

اتخاذ القرارات الاستراتيجية الفعّالة: يوفر تحليل البيئة التنافسية رؤى قيمة حول السوق والمنافسين، مما يساعد القادة في اتخاذ قرارات استراتيجية مدروسة بشأن الأسعار وتوسيع الأعمال. هذا يؤدي إلى تحسين الأداء المالي وزيادة الربحية.

-تحليل الفرص والتهديدات المالية: يساعد تحليل البيئة التنافسية في تحديد الفرص للنمو والتوسع في الأسواق الجديدة، وفي الوقت نفسه يسمح بتحديد المخاطر المالية المحتملة المرتبطة بهذه الفرص. هذا يمكن الشركات من اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وإدارة المخاطر بشكل فعال.

ضبط الأداء المالي: من خلال فهم البيئة التنافسية، يمكن للمديرين ضبط أداء الشركة بشكل فعال من خلال تحديد المؤشرات المالية الرئيسية وتحليل الاتجاهات. يمكن توجيه الإجراءات التصحيحية لتحقيق الأهداف المالية المحددة وضمان الاستمرارية المالية للشركة.

-تخطيط التوسع والنمو المالي: يوفر تحليل البيئة التنافسية رؤى حول فرص النمو والتوسع المالي، مما يساعد الشركات في تحديد الاستراتيجيات المالية الملائمة لتحقيق أهدافها. يمكن استخدام هذه المعرفة لتحديد الاستثمارات المستقبلية وتخطيط الميزانيات بكفاءة.

-تقييم الأداء واتخاذ القرارات التصحيحية: يمكن استخدام تحليل البيئة التنافسية لتقييم أداء الشركة بشكل دوري واتخاذ الإجراءات التصحيحية إذا لزم الأمر. يسمح هذا بضبط العمليات المالية والتحكم في التسيير بشكل فعّال.

المحور الرابع:
الاندماج والاستحواذ
(M&A)
وتحليل المجموعات
الاستراتيجية
(SGA)

المحور الرابع: الاندماج والاستحواذ/ تحليل المجموعات الاستراتيجية

استراتيجيات الاندماج والاستحواذ (M&A) كانت شائعة بين الشركات الأمريكية لسنوات عديدة. يعتقد بعض الأشخاص أن هذه الاستراتيجيات لعبت دوراً أساسياً في إعادة هيكلة الشركات الأمريكية خلال فترة الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي، وأنها لا تزال تولد هذه الفوائد في القرن الحادي والعشرين. ، فإن عمليات الاندماج والاستحواذ تحدث أيضاً بتردد في العديد من مناطق العالم.

فقد وصلت مبالغ وأحجام عمليات الاندماج والاستحواذ إلى مستويات قياسية غير مسبوقة في الوقت الراهن، وتعزى العوامل الرئيسية لذلك للتوجه السائد نحو العولمة وانخفاض تكلفة التمويل. هذا بالإضافة إلى الأزمة المالية العالمية الحالية ومن ثم الحاجة إلى خلق كيانات كبيرة تستطيع المنافسة للبحث عن النمو والربح، وكذلك ازدياد تدفقات رأس المال عبر الحدود الوطنية للدول المختلفة بسبب برامج الإصلاح الاقتصادي وتحرير الأسواق في الدول النامية. وثمة عامل رئيسي آخر وراء ازدياد نشاطات الاندماج والاستحواذ يتمثل في ارتفاع مستوى عولمة الاستثمارات التي تبحث عن عائدات أعلى وفرص لتنويع المخاطر وإدراك الكثير من مؤسسات الأعمال للحاجة الماسة إلى الخروج باستثماراتها إلى البلدان الخارجية أو في داخل مناطقها.

القسم الأول: الاندماج والاستحواذ (M&A)

أولاً: الاندماج

لقد أصبحت عمليات الاندماج والاستحواذ أمراً شائعاً متكرر الحدوث في عالم الأعمال في الوقت الراهن. ويتم عادة استخدام لفظي "الاندماج والاستحواذ" كمرادفين في القرارات الاستثمارية الإستراتيجية. وعليه فإنه من الضروري التمييز بين هذين المصطلحين. فعملية الاندماج بين مؤسستين متماثلتين تشتمل على انضمام كيانين من نفس المستوى إلى بعضهما للاستفادة من أفضل الإمكانيات المتوفرة لدى كل منهما. أما عملية الاستحواذ فإنها تشتمل على عملية أسهل إلى الشركة المستحوذة تتمثل في ضم شركة أصغر حجماً كثيراً.

1. الاندماج: عملية الاندماج هي عبارة عن أداة تستخدمها الشركات بغرض التوسع في عملياتها التشغيلية وتهدف في كثير من الأحيان إلى زيادة ربحيتها على المدى البعيد. وعادة ما تحدث عمليات الاندماج بالتوافق والتراضي بين الطرفين حيث يقوم المدراء التنفيذيون من الشركة المستهدفة بالاندماج بمساعدة نظرائهم من الشركة الراغبة في الشراء في إطار يتسم ببذل العناية اللازمة لضمان أن الصفقة ستعود بالفائدة على كلا الطرفين.

وفي أدبيات عالم الأعمال والشركات يعني مصطلح الاندماج توحيد شركتين في شركة واحدة أكبر حجماً، وتتم مثل هذه القرارات في الغالب بصورة طوعية وتشتمل على عمليات مبادلة أسهم أو تسديد دفعة نقدية للشركة المستهدفة. إن طريقة مبادلة الأسهم هي الأكثر استخداماً إذ أنها تسمح لمساهمي الشركتين بتقاسم المخاطر التي تنطوي عليها الصفقة.

المحور الرابع: الاندماج والاستحواذ/ تحليل المجموعات الاستراتيجية

ويمكن أن تكون عملية الاندماج شبيهة بعملية استرداد الأسهم ولكن ينتج عنها تكوين شركة باسم جديد (عادة ما يتكون هذا الاسم من اسمي الشركتين الأصليتين) وعلامات تجارية جديدة. وفي بعض الحالات يطلق على توحيد الشركتين مصطلح (اندماج) عن استحواذاً بدلاً لأسباب سياسية أو تسويقية محضة¹.

2. تصنيف عملية الاندماج

- أ- الاندماج الأفقي: يحدث عندما يكون المنتج لدى الشركتين المندمجتين متشابه ويتم إنتاجه في نفس الصناعة.
- ب- الاندماج الرأسي: يكون عند انضمام شركتين تعمل كل منهما في مراحل مختلفة من إنتاج نفس السلعة.
- ج- الاندماج المتجانس: يحدث مثل هذا الاندماج عندما تكون الشركتان المندمجتان تعملان في نفس النوع من أنواع الصناعة بشكل عام ولكن لا تكون بينهما علاقة مشتري / عميل أو مورد متبادلة.
- د- الاندماج المختلط: ويحدث ذلك عندما تكون الشركتان المندمجتان تعملان في صناعات مختلفة.
- هـ- الاندماج العكسي: يستخدم كطريقة سريعة لتحويل الشركات الخاصة إلى شركات مساهمة عامة عن طريق السيطرة على شركة مدرجة ولكن لا يوجد لديها نشاط تشغيلي أو أية أصول اسمية.

ثانياً: الاستحواذ

إن عملية الاستحواذ، والتي تعرف أيضاً بعملية الشراء هي عبارة عن شراء شركة (الشركة المستهدفة) بواسطة شركة أخرى. ويمكن أن تكون عملية الاستحواذ ودية أو غير ودية. وفي الحالة الأولى، يكون هناك تعاون بين الشركتين في المفاوضات أما في الحالة الثانية فإن الشركة المستهدفة بالاستحواذ تكون غير راغبة في أن يتم شراؤها أو أن مجلس إدارة الشركة المستهدفة لا يكون لديه معرفة سابقة بعرض الاستحواذ. وتشير عملية الاستحواذ عادة إلى شراء شركة أصغر بواسطة شركة أكبر، بيد أنه في بعض الأحيان تقوم شركة أصغر بالاستحواذ على حصة الإدارة المسيطرة في شركة أكبر في السوق أو شركة أكثر رسوخاً وتحفظ بأسهمها ليطلق على اسم الكيان الجديد المتحد، ويسمى هذا النوع من الاستحواذ عملية استرداد الأسهم أو الشراء المعكوسة².

1. أنواع الاستحواذ :

- شراء الأسهم: يقوم المشتري بشراء أسهم الشركة المستهدفة وبالتالي تتم له السيطرة على الشركة المستهدفة، وتفضي سيطرة المالك على الشركة بدورها إلى سيطرة فعالة على أصول الشركة، ولكن حيث أن الشركة تم الاستحواذ عليها بشكل سليم كشركة مستمرة في ممارسة أعمالها، فإن هذا الشكل من أشكال الصفقات تلحق به كافة الالتزامات العائدة لتلك الشركة خلال سنواتها الماضية وكذلك جميع المخاطر التي تواجه الشركة في بيئتها التجارية.

¹ Olivier Meier, Guillaume Schier: Fusions, acquisitions Stratégie finance management, Dunod, 2009, p8

² Robert M. Grant: op cit, P342

المحور الرابع: الاندماج والاستحواذ/ تحليل المجموعات الاستراتيجية

- **شراء الأصول :** في هذه العملية يقوم المشتري بشراء أصول الشركة المستهدفة .ووفقا لهذه العملية يتم إعادة دفع النقد الناتج عن عملية شراء الشركة إلى مساهميها، إما عن طريق أرباح الأسهم الموزعة أو عن طريق تسيل الأصول أو التصفية .علاوة على ذلك، وفي كثير من الأحيان، يقوم المشتري بتنظيم الصفقة على أساس أنها شراء للأصول وذلك بانتقاء الأصول التي يرغب فيها وترك الأصول والالتزامات التي لا يرغب فيها.

2. التمييز بين عمليات الاندماج والاستحواذ

بالرغم من أن هذين المصطلحين يستخدمان في كثير من الأحيان كلفظين مترادفين رغما فإن مصطلحي الاندماج والاستحواذ يعبران أشياء مختلفة، وحسب المعنى المحض للمصطلح فإن الاندماج يحدث عندما تتفق شركتان، عادة ما، يكونان من نفس الحجم تقريبا لتصبحان شركة فردية واحدة بدلا من أن يظلا مستقلتين من حيث الملكية والتشغيل .ويشار إلى مثل هذا النوع من أنواع الاندماج بصورة أكثر دقة بـ " اندماج المتماثلين أو النظيرين " وفي هذه الحالة يتم التنازل عن أسهم كلا الشركتين ويتم إصدار أسهم تحل محل الأسهم القديمة . على سبيل المثال، فقد توقفت كل من شركتي ديمر بنز وكرايسلر عندما اندمجت الشركتان وتم قيام شركة جديدة هي شركة ديمر كرايسلر .

أما في الواقع، فإن الاندماج الفعلي بين المتماثلين أو النظيرين لا يحدث كثيرا عادة ما تقوم إحدى الشركات بشراء شركة أخرى، وكجزء من شروط الصفقة، تسمح هذه الشركة ببساطة للشركة المستحوذ عليها بالإعلان عن أن هذا الإجراء هو عبارة عن " اندماج بين شركتين متماثلتين " حتى وإن كان من الناحية الفنية هو عبارة عن استحواذ . إن عملية شراء شركة يحمل في طياته في كثير من الأحيان دلالات سلبية، وعليه فإن معدي الصفقة وكبار المدراء، يلتفتون حول المصطلح الحقيقي ويصفون الصفقة بالاندماج في محاولة منهم لجعل عملية الشراء مستساغة أكثر .عندما يتفق الرئيسان التنفيذيان للشركتين على أن انضمام الشركتين إلى بعضهما البعض يصب تماما مصلحة شركتهما . ولكن عندما تتم الصفقة بشكل غير ودي، أي عندما تكون الشركة المستهدفة غير راغبة في أن يتم شراؤها، فإن هذه العملية تعتبر دائما عملية استحواذ.¹

وسواء اعتبرت عملية الشراء اندماجا أو استحواذا فإنها تعتمد في حقيقة الأمر على ما إذا كانت عملية الشراء قد تمت بصورة ودية أو غير ودية وكيف تم الإعلان عنها .وبعبارة أخرى، فإن الاختلاف الرئيس ي يكمن في الكيفية التي يتم بها إبلاغ وتلقي قرارات الشراء لكل من مجلس الإدارة والعاملين فيها ومساهمي الشركة المستهدفة، من الطبيعي جدا أن تتم الاتصالات الخاصة بعمليات الاندماج والاستحواذ فيما يسمى بـ " فقاعة السرية " حيث يحاط تدفق المعلومات بسياج من القيود نظرا لاتفاقيات المحافظة على السرية.

¹Michael A. Hitt, R. Duane Ireland, Robert E. Hoskisson :Strategic Management: Concepts and Cases: Competitiveness and Globalization , Cengage Learning,2016, PP207-208

المحور الرابع: الاندماج والاستحواذ/ تحليل المجموعات الاستراتيجية

ثالثاً. تمويل عمليات الاندماج والاستحواذ

يتم التفريق عادة بين عمليات الاندماج وعمليات الاستحواذ، من ناحية، من حيث الطريقة التي يتم تمويلها بها، ومن ناحية أخرى من حيث الحجم النسبي للشركات. وتوجد العديد من طرق تمويل صفقات الاندماج والاستحواذ نذكر منها ما يلي:¹

1- التمويل النقدي: يطلق على مثل هذه الصفقات عادة عمليات استحواذ بدلاً من عمليات اندماج نظراً لأن مساهمي الشركة المستهدفة يَخْتَفُونَ عن الصورة وتصبح الشركة المستهدفة تحت السيطرة (غير المباشرة) لمساهمي الشركة المشتري وحدهم، وتعد الصفقة النقدية أكثر ملائمة خلال فترات ميل أسعار الفائدة للانخفاض أو خلال فترات الركود.

2- القروض: يمكن أن يتم تمويل رأس المال بالاقتراض من أي بنك من البنوك أو عن طريق الحصول على هذا التمويل بإصدار سندات وبدلاً. عن ذلك، يمكن منح سهم الشركة المستحوذ كمقابل أو عوض. وتعرف عمليات الاستحواذ الممولة عن طريق الديون (**Leveraged Buyout**) ويعني ذلك " شراء كافة أسهم وأصول شركة ما نقداً ومساهمة إدارة التشغيل ومجموعة من المستثمرين بقسط ضئيل من رأس المال، على أن تقوم مؤسسات استثمارية جماعية بتوفير المزيد من أسهم رأس المال ويكون باقي المبالغ النقدية على شكل دين"، وفي كثير من الأحيان يتم تحويل الدين إلى ميزانية الشركة المستحوذ.

3- التمويل المختلط: يمكن أن تشمل عملية الاستحواذ على تمويل مختلط يتكون من التمويل النقدي والدين أو النقد وأسهم الشركة المشتري.

4- عقد شراء الديون التجارية (Factoring): وهو عبارة عن صفقة مالية تقوم بموجبها شركة ما ببيع ذممها المدينة مثل الفواتير مستحقة الدفع بسعر حسم ويمكن أن يوفر هذا النوع من أنواع التمويل الأداة الإضافية اللازمة لإتمام عملية الاندماج أو الاستحواذ.

رابعاً: أسباب اللجوء إلى الاندماج والاستحواذ

تجرى عمليات الاندماج والاستحواذ للعديد من الأسباب من أهمها ما يلي:²

1- مزايا الحجم الكبير: يشير ذلك إلى حقيقة أن الشركة الناتجة عن عملية الاندماج يمكن أن تؤدي في كثير من الأحيان إلى خفض عدد الإدارات والعمليات التشغيلية المزدوجة، مما ينتج عنه خفض تكاليف الشركة مقارنة بإيراداتها، وبالتالي تصبح أكثر كفاءة.

¹ Olivier Meier, Guillaume Schier, op cit, pp 61-63

² Robert M. Grant, op cit, P344-345

المحور الرابع: الاندماج والاستحواذ/ تحليل المجموعات الاستراتيجية

2- زيادة إيرادات الشركة / حصتها في السوق : يستند هذا الدافع إلى أن الشركة سوف تضم منافسا، رئيسيا وبالتالي سوف تزيد قوتها السوقية بالحصول على حصة أكبر في السوق.

3- النفاذ إلى الأسواق : يمكن للشركة المستحوذة زيادة قنواتها التسويقية من خلال الشركات المستحوذ عليها .على سبيل المثال، يمكن للبنك الذي يستحوذ على شركة وساطة (سمسرة) في الأسهم بيع منتجاته البنكية إلى عملاء شركة الوساطة في الأسهم بينما تستطيع شركة الوساطة توقيع عقود مع عملاء البنك لفتح حسابات خاصة بالسمسرة.

4- انتقال الموارد : يمكن أن يؤدي تفاعل موارد الشركة المستهدفة والشركة المستحوذة إلى خلق قيمة من خلال التغلب على عدم اتساق المعلومات أو عن طريق دمج الموارد التي هناك شح فيها.

5- التنوع : إن تنوع الأنشطة يمكن أن يحمي الشركة ضد الهبوط الذي يمكن أن يحدث في صناعة معينة.

خامسا: عمليات الاندماج والاستحواذ عبر الحدود

لقد أدى ارتفاع وتيرة العولمة إلى توسع سوق عمليات الاندماج والاستحواذ عبر حدود الدول المختلفة بصورة غير مسبوقة، ففي عام 1996 وحده تمت 2000 عملية اندماج واستحواذ عبر الحدود بلغت قيمتها الإجمالية حوالي 256 بليون دولار. وقد كان هذا الارتفاع المضطرب في أرقام عمليات الاندماج والاستحواذ مفاجئا للعديد من الشركات المتخصصة في هذا النوع من النشاط إذ أن غالبيتها لم تكن لتفكر في الحصول على القدرات أو المهارات المطلوبة للقيام بهذا النوع من الصفقات بشكل فعال .وفي الماضي، كان افتقار السوق للأهمية والذهنية المهيمنة تماما لهذا الوضع، سبباً في منع الغالبية العظمى من الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم من التفكير في القيام بعمليات الوساطة فيما بين الدول المختلفة كخيار مما جعل الشركات الناشطة في مجال الاندماج والاستحواذ بدون خبرة في هذا المجال، وقد أدى هذا السبب نفسه إلى الحيلولة دون تطوير أي بحوث موسعة حول الموضوع.

القسم الثاني : تحليل المجموعات الاستراتيجية (SGA)

أولاً: تعريف المجموعات الاستراتيجية

يتم تعريف المجموعة الإستراتيجية على أنها جميع الشركات ذات الخصائص الإستراتيجية المتشابهة، وتعتمد داخل الصناعة نفس النوع من المواقع الإستراتيجية أو المسار الإستراتيجي. حيث أن لدى الشركات في نفس المجموعة الإستراتيجية تشابه قوي في واحد أو أكثر من الأبعاد الرئيسية للإستراتيجية وتختلف عن الشركات في غير المجموعة وبالتالي فإن تحليل نموذج المجموعات الاستراتيجية يهدف إلى تحديد أشكال السلوك والتصرفات الإستراتيجية للشركات على أساس عناصر موضوعية من أجل إنشاء "تضاريس حقيقية للمنافسة" ضمن قطاع من النشاط، هذا التحليل جزء من التحليل الشامل للبيئات.

بعد تحديد قواعد اللعبة المتعلقة بالنشاط وتحديد القوى الداخلية والخارجية المؤثرة عليه، من الضروري تركيز التحليل على هيكل المنافسة داخل النشاط، على خصائص المنافسين الحاليين وعلى ديناميكيات المنافسة. إن تحليل

المحور الرابع: الاندماج والاستحواذ/ تحليل المجموعات الاستراتيجية

المجموعات الإستراتيجية في قطاع ما سيمكن بدقة من بلوغ هذا الهدف من خلال تحديد "ملامح" وسلوكيات المنافسين الحاليين وتوصيف طبيعة ومنطق المواجهة التنافسية فيه.¹

ثانياً: أهداف تحليل المجموعات الاستراتيجية

يهدف تحليل المجموعات الاستراتيجية إلى إعادة تجميع الشركات التي لديها مجال تخصص وسلوك وأداء مماثل، وتكمن نقطة الانطلاق في التفكير في المجموعات الإستراتيجية في ملاحظة أن الشركات الموجودة في قطاع نشاط ما، لديها من ناحية موارد أو مهارات أو أصول مختلفة، ومن ناحية أخرى فإنها تعتمد استراتيجيات أو مواقف مختلفة. وعلاوة على ذلك، تفسر هذه الاختلافات من حيث التحكم في الموارد وخيارات تحديد المواقع الاستراتيجية الاختلافات في الأداء بين مجموعات الشركات التي تتميز بتشابه قوي ظاهرياً داخل كل مجموعة من المجموعات، وتختلف كثيراً فيما بين المجموعات.

بعبارة أخرى، المجموعات الاستراتيجية هي مجموعات منفصلة، وتكون جميع الشركات المدروسة تنتمي إلى مجموعة، ولكن كل شركة تنتمي لمجموعة واحدة فقط. وجميع الشركات في مجموعة استراتيجية لديها نفس الهوية بينما لا تشابه الشركات في مجموعات مختلفة.

وأخيراً، يعتمد الحفاظ على هذه الاختلافات (من حيث الهوية، والتموقع والأداء) بين المجموعات على وجود عوائق وحواجز أمام التنقل: والحواجز التي تحول دون التنقل هي تعميم لمفهوم الحواجز التي تحول دون الدخول، والتي هي عبارة عن المهارات أو الأصول أو الموارد في الشركة التي تسمح بدمجها في إحدى المجموعات الاستراتيجية أو للانتقال من مجموعة استراتيجية إلى أخرى.

في هذه الحالة، يمكننا أيضاً التحدث عن تكلفة التحويل: فبهذا المعنى، تعيق حواجز التنقل الدخول إلى مجموعة إستراتيجية من خلال منع التقليد ("حواجز التقليد") ولكن يمكن أيضاً أن تحد من خروج مجموعة استراتيجية: حيث يتم ثني الاستثمارات عن تنفيذ تعديل وضعيتها إذا كان من الصعب إعادة نشر استثماراتها أو أصولها أو إذا كانت غير قابلة للاسترداد في الغالب. بعبارة أخرى، تحد العوائق أمام التنقل من عدد الشركات المنافسة التي يمكنها استغلال منافعتها.

في قطاع الفنادق على سبيل المثال، نجد هناك مجموعتين استراتيجيتين: المجموعة الأولى تضم فنادق على شكل سلاسل متعددة العلامات التجارية، ومجموعة ثانية تضم أصحاب الفنادق المستقلين. ومع اعتبار المجموعتين اللتين تم تحديدهما، فمن الواضح أن المجموعة الأولى من السلاسل العامة متعددة العلامات التجارية تستفيد من العوائق القوية التي تحول دون التنقل (المرجوة هنا كحواجز التقليد)؛ وبالفعل، فإن الحجم لهذه الفنادق وطابعها الدولي يفرض

¹ Michael A. Hitt, R. Duane Ireland, Robert E. Hoskisson, op cit, p63

المحور الرابع: الاندماج والاستحواذ/ تحليل المجموعات الاستراتيجية

استثمارات ضخمة للغاية. وبالمثل، فإن وجودها في جميع القطاعات والعدد الكبير من عمليات الانتشار يسمح لها بالاستفادة من تأثيرات الحجم ووفورات الحجم.

وعلى النقيض من ذلك، فإن المجموعة الثانية التي تضم أصحاب الفنادق المستقلين أقل حماية مقارنة بالمجموعة الأولى من السلاسل متعددة العلامات التجارية. قد يكون أعضاء المجموعة 1 سهلة للسلاسل متعددة الثانية أيضا أهداف العلامات التجارية التي من المرجح أن توسع شبكتها من خلال عمليات الاستحواذ. عادة ما يتم تمثيل المجموعات الإستراتيجية كخرائط ثنائية الأبعاد، حيث تتشابه الشركات داخل نفس المجموعة عبر عدد من المتغيرات الاستراتيجية الأساسية، لكن من الممكن تحديد هذه المجموعات على أساس عدد "ن" من الأبعاد؛ وذلك على سبيل المثال باستخدام التحليل متعدد المتغيرات، ومع ذلك، يكون من الأفضل تبسيط القراءة والتحليل لاقتراح خرائط ثنائية الأبعاد، وإن اقتضت الضرورة، يتم الجمع بين العديد من الخرائط للمجموعات الاستراتيجية التكميلية لصقل وإثراء التفسير.

ثالثا: بناء خرائط المجموعات الاستراتيجية Construction des cartes de groupes stratégiques

تمر عملية بناء واحدة أو أكثر من خرائط المجموعة الإستراتيجية خلال أربع مراحل متتالية:¹

الأولى: تتعلق بتحديد أهم المتغيرات الإستراتيجية، مثل السلوك، أو تحديد المواقع الإستراتيجية أو أداء الشركات ضمن قطاع النشاط، أي تحديد المتغيرات "التمييزية"؛

الثانية: تحليل وتوصيف الاختيارات وتوزيع الشركات على هذه المتغيرات المختلفة؛

الثالثة: الجمع بين هذه المتغيرات على شكل ثنائيات للحصول على بطاقات مختلفة ذات بعدين.

الرابعة: اختيار الخرائط الأكثر دلالة والقادرة على ترجمة التشابهات والاختلافات الاستراتيجية بين شركات القطاع بأفضل طريقة لتحديد المجموعات الاستراتيجية. وبطبيعة الحال، فإن تحديد المتغيرات الاستراتيجية التمييزية لبناء خرائط المجموعات الاستراتيجية يتوقف على طبيعة القطاع المعني، ومع ذلك، اقترح العديد من المؤلفين قوائم للمتغيرات المحتملة.

يكون من المفيد التمييز بين فئتين من المتغيرات التي يمكن حشدها: تلك التي تصف الخصائص والسلوك والخيارات الاستراتيجية للشركات أو "المعايير السلوكية"، وتلك التي تسمح بتقييم الأداء من ناحية أخرى أو "معايير الأداء" من بين المعايير "السلوكية"، التي تكون مرتبطة عادة إما بنمو الشركة، أو الخيارات الصناعية التي تم اتخاذها، والسياسات التجارية، الخ، يمكن أن نذكر:

• درجة التركيز الجغرافي؛ • درجة تركيز المنتج؛ • درجة التكامل الرأسي؛ • كثافة رأس المال؛ • كثافة الاستثمارات في البحث والتطوير؛

¹ Franck Brulhart: op cit , pp63-64

المحور الرابع: الاندماج والاستحواذ/ تحليل المجموعات الاستراتيجية

• حجم الشركة؛ • الحجم النسبي للنشاط التجاري؛ • السياسة المالية (المديونية)؛ • حجم المخزونات؛ • التوسع في المنتجات.

• حجم الشرائح المستهدفة من العملاء؛ • عدد العلامات التجارية؛ • درجة التمايز بين المنتجات؛ • درجة جودة المنتجات؛ • سياسة الأسعار • كثافة الاستثمارات الإعلانية.

من بين معايير الأداء، يتم غالباً استخدام المتغيرات التالية:

• (نمو الإيرادات) / رقم الأعمال؛ • (نمو الأرباح) يتم قياسه على سبيل المثال على أساس الربح التشغيلي أو الربح الصافي؛

• (الأداء التجاري) يتم قياسه على سبيل المثال على أساس صافي الربح / معدل الدوران؛

• (الربح الاقتصادي) يقاس على سبيل المثال على أساس نسبة صافي الدخل إلى الأصول الاقتصادية؛

• أداء السوق يتم قياسه على سبيل المثال على أساس.

ينبغي التأكيد على أن الفئتان المختارتان وهذه القائمة من المتغيرات ليست شاملة، فهي تهدف ببساطة إلى فهم تنوع الأبعاد الممكنة وتوضيح الإمكانيات المتاحة لبناء خريطة للمجموعات الاستراتيجية.

بالإضافة إلى السؤال عن المتغيرات التي يجب اختيارها، من الضروري أيضاً تحديد أفضل قياس ممكن لهذه المتغيرات؛ في بعض الحالات، تكون الأمور واضحة؛ فمثلاً يمكن قياس حجم الشركة من خلال رقم الأعمال أو القوة العاملة. وبالمثل، يمكن تقدير الربحية التجارية بسهولة؛ مثلاً عن طريق "صافي الدخل / الإيرادات"، الخ.

إلا أنه في حالات أخرى يكون اختيار مقياس مناسب أقل وضوحاً؛ ففي حالة درجة التركيز الجغرافي، من الممكن استخدام العديد من المؤشرات منها: "عدد الدول التي تغطيها الشركة" أو "النسبة المئوية لرقم الأعمال الذي تم تحقيقه خارج بلد منشأ الشركة" وفي مثل هذه الحالات يكون تحديد المتغير المناسب مرتبطاً. «أو رقم أعمال أكبر منطقة جغرافية / إجمالي رقم الأعمال بتوافر المعلومات ومدى كفاية هذا المقياس مع طبيعة قطاع النشاط المراد دراسته. بمجرد تحديد الأبعاد التمييزية للشركات في القطاع، يبقى الجمع بين هذين المتغيرين من أجل طرح مقترحات لخرائط المجموعات الاستراتيجية، وهنا نجد ثلاثة سيناريوهات ممكنة:

• مزيج بين اثنين من المعايير السلوكية؛

• مزيج بين معيارين للأداء؛

• الجمع بين معيار سلوكي وآخر للأداء.

خياراً، تهدف خرائط المجموعات الاستراتيجية إلى وصف الموقع الاستراتيجي للشركات التي تنتمي إلى القطاع نفسه، أو تحديد موقعها التنافسي أو تحليل التحركات الهجومية أو الدفاعية للشركات في نفس المجموعة. الخطوة الأخيرة في

المحور الرابع: الاندماج والاستحواذ/ تحليل المجموعات الاستراتيجية

عملية إعداد الخريطة تكمن في تحديد واختيار الخريطة أو الخرائط التي تمكن من تحقيق هذه الأهداف على أفضل وجه.

رابعا: تفسير خرائط المجموعات الاستراتيجية *Interprétation des cartes de groupes stratégiques*

تقدم خرائط المجموعة الإستراتيجية نوعين من المعلومات؛ فهي تعطي إشارة حول موقف ووضعية الشركات وطبيعة المنافسة في القطاع في وقت معين (تسمح بتفسير الحاضر). بالإضافة إلى ذلك، فإنها تبلغ عن المناورات الاستراتيجية المحتملة للمنافسين (تتيح إمكانية تفسير العقود المستقبلية المحتملة).

1. تحليل الوضع الحالي للشركات والهيكلة التنافسي¹:

كما رأينا أعلاه، يتم إنشاء خرائط المجموعات الاستراتيجية على أساس تقاطع اثنين من المتغيرات مع ثلاثة سيناريوهات محتملة: تقاطع اثنين من المعايير السلوكية، تقاطع معياري أداء اثنين، أو مزيج من معيار سلوكي ومعيار أداء غالبا ما يهدف الجمع بين معيارين سلوكيين إلى وصف وتمييز الاستراتيجيات أو المواقف التي تعتمد عليها الشركات داخل القطاع. يؤدي الجمع في نفس خريطة المجموعات الاستراتيجية بين بعدين متعلقين بأداء المؤسسات إلى التمييز بين المسارات الاستراتيجية المختلفة التي تتخذها الشركات، كما يؤدي أيضا إلى تقييم فعالية أو ملائمة المسارات التي تتخذها الشركات في هذا القطاع.

وأخيرا، فإن الجمع بين معيار الأداء والمعيار السلوكي يهدف في الغالب إلى الكشف عن العوامل الرئيسية لنجاح هذا القطاع من خلال تسليط الضوء على الارتباطات الممكنة بين المعيار السلوكي ومعيار الأداء.

2. تحليل المواقع المستقبلية للشركات وتوقع الحركات الاستراتيجية المحتملة:

بالإضافة إلى تحليل منطق المنافسة الداخلية للقطاع والوضع الحالي لهذه الشركات، يمكن لبطاقات المجموعات الاستراتيجية أيضا توفير مؤشرات لتفسير الحركات الممكنة من الشركات والخيارات الاستراتيجية المستقبلية؛ فمن حيث التحركات المحتملة، تظهر ثلاث توجهات رئيسية للشركات الموجودة في هذا القطاع: الأول هو تعزيز الموقع الحالي للشركة والحفاظ عليه، أي البقاء في مجموعتها الاستراتيجية وتطوير مركزها التنافسي ضمن هذه المجموعة. والثاني هو تغيير سلوك الشركة بالهجرة إلى مجموعة إستراتيجية أخرى تعتبر أكثر ملائمة، أي تطوير إستراتيجيتها والانضمام إلى مجموعة أخرى من المنافسين للتمتع بموضع إستراتيجي أكثر فائدة، وثالثا وأخيرا الابتكار من حيث السلوك الإستراتيجي وإنشاء مجموعة إستراتيجية جديدة، بمعنى، اعتماد توقع جديد.

لتحديد هذه الاختيارات، يجب على الشركة الاعتماد على تحليلين أساسيين: مراجعة مدى ملائمة موقعها من ناحية، وتقييم تكاليف التحويل الخاصة بها من ناحية أخرى.

¹ Franck Brulhart: op cit, pp64-65

المحور الرابع: الاندماج والاستحواذ/ تحليل المجموعات الاستراتيجية

لتحديد قيمة وملاءمة موقعها، يجب أن تكون الشركة قادرة على مقارنة أدائها فيما يتعلق بمنافسيها في نفس المجموعة الاستراتيجية (الأداء داخل المجموعة) وتلك الخاصة بالمجموعات الاستراتيجية الأخرى (الأداء ما بين المجموعات) للحكم على فرصها وحظوظها لتغيير موقفها، إذ يجب على الشركة تقييم تكاليف التحويل المتعلقة بالحوافز أمام التنقل (صعوبة إعادة توزيع الأصول الموجودة وصعوبة في مطابقة الوضع الجديد).

يوضح الجدول السيناريوهات الرئيسية بالإضافة إلى الحلول التي يجب تبنيها:

يعني مصطلح (Performance intragroupe et intergroupes favorable) "أداء مفضل داخل المجموعة" أن الشركة تؤدي أداء جيداً بالنسبة إلى منافسيها في نفس المجموعة.

	Performance intragroupe et intergroupes favorable	Performance intragroupe et intergroupes défavorable	Performance intragroupe favorable et intergroupes défavorable	Performance intragroupe défavorable et intergroupes favorable
Coûts de conversion acceptables	Renforcer	Migrer ou innover	Migrer (ou renforcer)	Innover
Coûts de conversion non acceptables	Renforcer	Innover	Innover (ou renforcer)	Innover

(Performance intragroupe et intergroupes défavorable) يعني "الأداء السلبي داخل المجموعة" أن أداء الشركة ضعيف مقارنة مع منافسيها في نفس المجموعة.

(Performance intragroupe favorable et intergroupes défavorable) "أما بالنسبة لمصطلح "أداء مفضل بين المجموعات وغير مفضل داخل المجموعات فهذا يعني أن أداء الشركة جيد بالنسبة إلى منافسيها من المجموعات الأخرى الموجودة .

(Performance intragroupe défavorable et intergroupes favorable) "وأخيراً، يعني "الأداء غير مفضل داخل المجموعة ومفضل بين المجموعات أن أداء الشركة ضعيف بالنسبة لمنافسيها في المجموعة مقارنة مع المجموعات الأخرى الموجودة.

يشير مصطلح "تكلفة التحويل" هنا إلى الصعوبة والتكلفة المترتبة على ترحيل الشركة إلى مجموعة أخرى موجودة. يعتبر تحليل المجموعات الاستراتيجية أساسياً لفهم السياق الاستراتيجي لعمليات الاندماج والاستحواذ، وهو يساهم في صياغة الاستراتيجيات الناجحة وتحقيق النتائج المالية المرجوة.

القسم الثالث: علاقة الاندماج والاستحواذ بتحليل المجموعات الاستراتيجية

يرتبط الاندماج والاستحواذ (M&A) وتحليل المجموعات الاستراتيجية (SGA) سياق إدارة الاستراتيجيات وتطوير الأعمال بحيث:

المحور الرابع: الاندماج والاستحواذ/ تحليل المجموعات الاستراتيجية

- التحليل الاستراتيجي والتخطيط للاستحواذ والاندماج: قبل الشروع في عملية استحواذ أو اندماج، يقوم المديرون بتحليل مجموعات الأعمال للطرفين المعنيين. يهدف هذا التحليل إلى فهم المجموعات الاستراتيجية لكل من الشركتين المعنيتين بالصفقة، والتأكد من التوافق الاستراتيجي بينهما.

استراتيجية الاندماج والاستحواذ: يعتمد نجاح عمليات الاندماج والاستحواذ على قدرة الشركات على تحديد الفرص الاستراتيجية والتهديدات المحتملة، وهذا يتطلب تحليلاً دقيقاً للبيئة التنافسية والمجموعات الاستراتيجية. يستخدم قادة الشركات هذه التحليلات لتطوير استراتيجيات اندماج واستحواذ فعالة تساهم في تحقيق الأهداف المحددة.

- تحليل المخاطر والفرص: يساعد تحليل المجموعات الاستراتيجية على تحديد الفرص المحتملة والتحديات التي قد تواجه الشركات أثناء عمليات الاندماج والاستحواذ. يتيح هذا للقادة الاستراتيجيين تقديم تقييم شامل للمخاطر المحتملة والمكافآت المتوقعة.

- تخطيط الاندماج والاستحواذ: على التحليلات الاستراتيجية وتحليل المجموعات الاستراتيجية، يمكن للشركات وضع خطط متكاملة لعمليات الاندماج والاستحواذ. تتضمن هذه الخطط التحديد الدقيق للأهداف، وتحديد المخاطر وإدارتها، وضمان التوافق الاستراتيجي بين الشركات المندمجة.

- التقييم المالي والاقتصادي: يعتمد التقييم المالي لعمليات الاندماج والاستحواذ على تحليلات متعمقة للبيئة التنافسية والمجموعات الاستراتيجية. يتمثل التحليل المالي في تقدير القيمة المالية للشركات المعنية وتقييم العوائد المالية المتوقعة من الصفقة.

عملية تحليل مجموعات استراتيجية، هو نهج يساعد في فهم التفاعلات بين الشركات والعوامل التي تؤثر على أدائها في بيئة العمل. هذا التحليل يشكل جزءاً أساسياً من سياسات الاندماج والاستحواذ، حيث يساعد على تحديد الشركات المستهدفة وتقييم الجدوى الاستراتيجية للصفقات المحتملة.

عن طريق تحليل مجموعات استراتيجية، يمكن للشركات المتخصصة في الاندماج والاستحواذ تحديد الفرص المحتملة للتوسع وتطوير استراتيجيات للتعامل مع التحديات التي يتيح هذا التحليل أيضاً فهماً أعمق للمنافسين وسلوكهم، مما يساعد في توجيه القرارات المستقبلية بشكل أكثر فعالية.

باستخدام تحليل الخرائط الاستراتيجية، يمكن للشركات أن تحدد الحركات المستقبلية الممكنة، بما في ذلك تعزيز المواقع القوية، وتعديل السلوك لمواجهة التحديات، أو حتى ابتكار مواقع استراتيجية جديدة تعزز من مكانتها في السوق. هذا النهج يساهم في تحقيق أهداف الاندماج والاستحواذ بشكل أكثر فعالية وملاءمة مع رؤية الشركة للمستقبل.

المحور الخامس:
التنازل الجزئي و/أو الكلي عن
الأصول
(تحليل محفظة الأنشطة)

المحور الخامس: التنازل الكلي و/أو الجزئي عن الأصول (تحليل محفظة الأنشطة)

عالم الأعمال المتغير والمتنافس، تصبح الاستراتيجيات المالية وإدارة الأصول أموراً حيوية لنجاح الشركات واستمراريتها في السوق. من بين الأدوات والتقنيات التي يمكن للشركات الاستفادة منها لتحقيق أهدافها هي التنازل الجزئي أو الكلي على الأصول وإدارة محفظة أنشطتها. يطلب الفهم الجيد لهذه المفاهيم فهماً عميقاً للعلاقة بينهما وكيفية استخدامها بشكل متكامل لتحسين أداء الشركة وزيادة قيمتها.

يتضمن التحليل والتقييم المالي للشركة فحصاً دقيقاً لهيكلها التشغيلي والمالي، بما في ذلك أصولها والأنشطة التي تقوم بها. يأتي التنازل الجزئي أو الكلي على الأصول كخطوة استراتيجية تسعى الشركة من خلالها لتعزيز فعالية أو تركيز نشاطاتها، وهذا يتم دفعه بناءً على تحليل دقيق لمحفظة الأنشطة وتقييم قيمتها وأدائها المتوقع.

إذا ما تم تحديد أنشطة غير جوهرية أو غير مربحة، يمكن للشركة التفكير في التخلي عن تلك الأصول أو الأنشطة وتحويل الموارد إلى مجالات أخرى تعزز من ميزتها التنافسية وتسهم في تحقيق أهدافها الاستراتيجية والمالية بشكل أفضل. يتمحور تحليل محفظة الأنشطة حول فهم القيمة الشاملة لكافة أنشطة الشركة وتقييم توازن محفظتها التجارية. يعتبر هذا التحليل أداة حيوية لإدارة الأصول واتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية، سواء بالنسبة للاقتناء أو التنازل عن الأصول.

تقوم منهجية محفظة الأنشطة بتحليل وتقييم جاذبية كل نشاط في الشركة وموقفها التنافسي في سوقها، مما يساعد في توجيه قرارات تخصيص الموارد بين الأنشطة الحالية والمحتملة. يتمثل هذا التحليل في بناء "مصفوفات المحفظة" التي تساعد على تمثيل بياني للوضع الاستراتيجي لكل نشاط في الشركة. هذه المصفوفات توفر نظرة شاملة عن جاذبية القطاع الذي تعمل فيه الشركة وموقفها التنافسي فيه.

يعد منهج محفظة الأنشطة ختاماً لعملية التشخيص الاستراتيجي، حيث يجمع بين مساهمات التحليل الخارجي والداخلي. يساعد هذا المنهج في تحديد النقاط القوية والضعف في الأنشطة، وبناء استراتيجيات مالية ملائمة تتماشى مع أهداف الشركة وتعزز من قيمتها في السوق.

من خلال تحليل محفظة الأنشطة، يمكن للشركات اتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية بشكل أفضل، سواء كان ذلك من خلال الاستثمار في تطوير الأنشطة ذات الجاذبية العالية أو التخلي عن الأنشطة ذات الجاذبية المنخفضة. هذا يساهم في تعزيز القدرة التنافسية للشركة وتحقيق النجاح المالي والاستراتيجي في السوق.

المحور الخامس: التنازل الكلي و/أو الجزئي عن الأصول (تحليل محفظة الأنشطة)

أولاً: مبادئ التحليل المصفوفي للأنشطة:

يمكن تقديم تحليل دقيق لإمكانيات الشركة على المستوى الاستراتيجي، من خلال استخدام مصفوفات المحفظة. تمكن هذه المصفوفات من تقييم كل نشاط بشكل مستقل، مما يسمح بالمقارنة بينها وتحديد القواعد المشتركة بينها. ومن خلال توجيه خيارات الاستثمار وسحب الاستثمارات، يوجه هذا التحليل استراتيجية المؤسسة بشكل عام، مما يساهم في تحديد التوجهات المحتملة لمحفظة الأنشطة.

يوجه تحليل المحفظة الاستراتيجية عملية اتخاذ القرار من خلال تحديد الرهانات المحتملة، مثل تقييم الأنشطة القائمة أو النظر في إمكانية التنوع من خلال إنشاء أنشطة جديدهم تحديد هذه الرهانات وفقاً للمعايير المشتركة مثل الربحية والنمو وإمكانيات القطاع الاستراتيجي.

على الرغم من وجود عدة مصفوفات مختلفة تم تطويرها من قبل الشركات الرائدة، إلا أنها تعتمد جميعاً على نفس المبدأ الأساسي، وهو جمع تقييم جاذبية الجزء الاستراتيجي مع تقييم المركز التنافسي للشركة في هذا القطاع. يعتبر هذا التحليل أداة قيمة لتحديد توقعات الربحية للاستثمارات المستقبلية للشركة.¹

وبعبارة أخرى، فإن مصفوفات محافظ الأنشطة تجمع بين تقييم التهديدات والفرص البيئية باعتبارها نقاط قوة أو ضعف للمؤسسة.

يتم تمثيل الأنشطة DAS المتمركزة على هذه المصفوفات بشكل عام بأقراص يتناسب قطرها مع حصتها في رقم أعمال الشركة. وقد تتضمن بعض أشكالها البيانية ذكر معدل الهامش المرتبط بكل نشاط.

على الرغم من أن هذه الخصائص يمكن اعتبارها شائعة في جميع نماذج تحليل محفظة الأعمال، تقريباً إلا أن هذه النماذج تختلف بشكل كبير من حيث المقياس المستخدم لتقييم مؤشرات جاذبية القطاع وقوة الموقف التنافسي.

في هذا السياق، عادة ما يتم تمييز نوعين من المصفوفات (Atamer and Calori, 2003):

- نوع يستند إلى منظور كمي وعالمي ويستخدم مؤشر "هدف" واحد فقط لقياس كل من البعدين (مصفوفة BCG على سبيل المثال)

- نوع يقوم على منظور نوعي يهدف إلى تجميع عدة مؤشرات أكثر "ذاتية"، والتي قد تتطور وفقاً لطبيعة القطاع أو خصائص الشركة، لتحديد بعدي المصفوفة (matrice McKinsey).

سنستعرض فيما تبقى من هذا الفصل اثنين من المصفوفات الأكثر شيوعاً التي طورتهما BCG وMcKinsey.

¹ Franck Brulhart: op cit, p103

المحور الخامس: التنازل الكلي و/أو الجزئي عن الأصول (تحليل محفظة الأنشطة)

ثانياً: مصفوفة BCG: Matrice

مصفوفة BCG هي أداة تحليل استراتيجي تستخدم لتقييم محفظة المنتجات أو الأنشطة في الشركة. تم تطوير هذه المصفوفة بواسطة شركة **Boston Consulting Group** في عام 1970 وهي تسمى أيضاً بمصفوفة النمو وحصّة السوق. تعتمد مصفوفة BCG على فكرة تصنيف المنتجات أو الأنشطة إلى أربع فئات رئيسية: النجوم، المشكلات، الوضع الميت، والبقرة الحلوب.¹

تعد هذه المصفوفة، التي اشتهرت في أوائل الثمانينيات من القرن العشرين، الأكثر شهرة والأكثر شعبية بسبب عالميتها وبساطتها للبناء. ومع ذلك، فإن بساطتها الواضحة التي ترجع أساساً إلى القياس الأحادي للمحاور التي تشكلها - تشير إلى شروط استخدام خاصة وتجعلها، في النهاية، صعبة التفسير. ولهذا السبب، سيتم بعد تقديم مزاياها وآلية عملها واستخدامها، بيان سلبياتها وحدود استخدامها.

1. هيكل مصفوفة BCG:

تتكون مصفوفة "مجموعة بوسطن الاستشارية BCG" من متغيرين استراتيجيين يقيسان محاور النموذج لقياس المحور المتعلق بدرجة جاذبية نظام DAS تلجأ هذه المصفوفة إلى معدل نمو النشاط المعني - بمعنى نمو السوق من حيث الحجم أو القيمة من سنة لأخرى حيث يتراوح المقياس المعتمد في البداية من قبل BCG من 0 إلى 20٪ ولكن يمكن تعديله وفقاً للحالة - وتوافق القيمة المتوسطة - المحددة مبدئياً بنسبة 10 ٪ حيث تتوافق هذه النسب مع متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي أو متوسط محفظة أنشطة المؤسسة .

ولقياس الوضع التنافسي للشركة على كل DAS تستخدم مصفوفة BCG الحصة السوقية النسبية للشركة في النشاط قيد الدراسة؛ والحصة السوقية النسبية هي نسبة مبيعات الشركة في شريحتها الاستراتيجية إلى مبيعات منافسها الأفضل في الشريحة. بعبارة أخرى ، تكون الحصة السوقية النسبية أكبر من 01 إذا كانت الشركة رائدة وأقل من 01 على خلاف ذلك. يتم تحديد قيمة الوسيط بشكل عام عند 01 ، مما يتيح التصور الفوري للأنشطة التي تتصدر بها الشركة من حيث حصة السوق.

يعتمد اختيار معدل النمو كمؤشر على جاذبية القطاع على فكرة أن الأنشطة المتنامية مواتية لبلورة موقف تنافسي قوي، ولخلق ميزة تنافسية مستدامة، ومواتية لتحقيق تخفيضات كبيرة في التكاليف. فإذا كان معدل نمو النشاط قوياً فإنه يعتبر واعداً من حيث الربحية المستقبلية (بشرط الاستثمار في بناء مركز تنافسي قوي) وبالإضافة إلى ذلك،

¹Thomas L. Wheelen: strategic management and business policy : globalization, innovation, and sustainability, pearson, 2018, p 238

المحور الخامس: التنازل الكلي و/أو الجزئي عن الأصول (تحليل محفظة الأنشطة)

يعكس معدل النمو المرتفع آفاق تحكم أفضل في التكاليف في المستقبل من خلال وفورات الحجم وعامل الخبرة الممكن اكتسابه بمرور الوقت. وعلى العكس من ذلك، عادة ما يؤدي معدل النمو المنخفض إلى حالة من النضج يتم فيها تجميد حصص السوق والتكاليف، مما يقلل من الفرص للشركة.

بالإضافة إلى ذلك، فإن اختيار حصة السوق النسبية كمؤشر على موقف الشركة التنافسي، يحيلنا إلى مفاهيم تأثيرات الحجم، وفورات الحجم، واقتصاديات الخبرة والتجربة. فمن خلال هذا المنظور، فإن حصة نسبية سوقية عالية تمكن الشركة من خفض تكاليفها أكثر من منافسيها بسبب حجم إنتاجها العالي. هذه القدرة التنافسية من حيث التحكم في التكاليف تمنحها ربحية أعلى ويمكنها منحها إمكانية الوصول إلى مركز تنافسي مهيمن.

بما أن الهدف من مصفوفة BCG هو توجيه اختيارات التخصيص أو إعادة توزيع الموارد بين مختلف DAS فإن هذين المتغيرين لهما بعد مالي؛ فمحور معدل النمو للنشاط يعطي مؤشرا على أهمية احتياجات السيولة من DAS (الاستثمار)، في حين أن محور الموقف التنافسي يوفر مؤشرا لحجم النقدية الناتجة عن DAS (المردودية)، وبذلك تقترح المصفوفة تحليلا لصافي التدفقات النقدية (السيولة النقدية المولدة - النقدية الممتصة) لكل من DAS، و بالتالي تساعد على توجيه ديناميكيات الدعم المتبادل بين مختلف أنشطة الشركة.

2. آلية عمل مصفوفة BCG :

من خلال هذين المحورين، تقدم مصفوفة BCG أربعة سيناريوهات محتملة لأنشطة محفظة الشركة. لكل من هذه السيناريوهات، فإنه يقترح أربع توصيات لتنفيذها.

- **أنشطة "البقرة الحلوب"**: تتميز بالنمو المنخفض وحصة سوقية عالية، و DAS المتمركزة في هذه المنطقة عادة ما تكون أنشطة ناضجة وتكون الشركة على رأسها ولا تتطلب إلا القليل من الاستثمار. من ناحية أخرى، تولد هذه DAS تدفقات نقدية صافية كبيرة، وذلك بفضل مردوديتها العالية. وباعتبارها منطقة الأنشطة التي لا تتسم بالاضطراب الشديد وذات مخاطر منخفضة، فهي تشكل احتياطياً مالياً يمكن للشركة الاستفادة منه في تمويل ميادين النشاط DAS الأخرى للمحفظة. والهدف من هذه الأنشطة هو زيادة الربحية الاقتصادية إلى الحد الأقصى عن طريق الحد من الاستثمار مع إعادة استثمار النقدية المولدة بصورة ملائمة في المحفظة.

أنشطة STAR: تتميز بمعدل نمو مرتفع وحصة سوقية قوية، تتطلب ميادين النشاط الاستراتيجي الموجودة في المنطقة STAR استثماراً كبيراً للحفاظ على موقع الشركة التنافسي ومتابعة النمو. القطاع. وعلى الرغم من هذه الحاجة الاستثمارية القوية، فإن هذه الأنشطة تولد تدفق نقدي صاف قريب من الصفر بفضل ربحيتها العالية. وتعتبر

المحور الخامس: التنازل الكلي و/أو الجزئي عن الأصول (تحليل محفظة الأنشطة)

ميادين النشاط في منطقة "النجوم" هي مستقبل محفظة الأعمال وربحية الشركة، والتي يجب أن تحافظ على موقعها التنافسي حتى النضج. ومع انخفاض معدل النمو والنضج، فإن هذه الأنشطة ستتحرك، بطبيعة الحال، لتصبح في قرص "البقرة الحلوب". ونتيجة لذلك، تعتبر نشاطات هذه المنطقة من القضايا الاستراتيجية للشركة، والتي يجب عليها، إذا لزم الأمر، تخصيص الموارد من الأنشطة الأخرى لحمايتها من هجوم المنافسين.

أنشطة "المعضلة" "dilemme" : تتميز بنسبة نمو مرتفعة وحصة سوقية صغيرة نسبياً وبذلك تكون DAS الموجودة في قرص "المعضلة" تتطلب استثماراً كبيراً لضمان تطوير الأعمال ومتابعة نمو القطاع. لكن من ناحية أخرى، وبسبب ضعف المركز التنافسي وانخفاض الربحية التي ينتج عنها، فإن هذا النوع من النشاط يحقق تدفق نقدي صافي سلبي. ومن ثم، فإن هذه الأنشطة تؤدي إلى تدهور في المردودية الإجمالية لمحفظة الشركة على المدى القصير. وعليه يجب أن يطرح بعد ذلك السؤال عن المصلحة الاستراتيجية لهذا النشاط وإمكانات الشركة لتصبح رائدة فيه. بعد هذا التحليل، ستقرر الشركة إما التخلي عن النشاط إذا رأت أنه من المستحيل أن تصبح رائدة أو إذا كان النشاط غير مثير للاهتمام بشكل كافٍ، أو، في الحالة العكسية، سيتم الاستثمار فيه بكثافة باستخدام السيولة الناتجة عن DAS الأخرى في المحفظة.

أنشطة "الوزن الميت" - poids mort : تتميز بمعدلات نمو منخفضة وحصة سوقية نسبية مخفضة، وتمثل DAS المتمركزة في قرص "الوزن الميت" أنشطة ذات أهمية قليلة، دون أي إمكانية حقيقية للتطور، وعادة ما تولد مردودية معتدلة أو سلبية ويكون التدفق النقدي قريباً من الصفر. عادة ما تكون التوصية المرتبطة بأنشطة "الوزن الميت" هي التخلي عن DAS أو الصيانة بدون استثمار طالما أن النشاط لا يزال مربحاً (الشكل 3).

بغض النظر عن الافتراضات الخاصة بكل بند من المصفوفة، يقترح النموذج وصفتين عامتين من حيث توازن المحفظة.

3. إدارة محفظة الأنشطة BCG

يمكن للشركات تحسين إدارة محفظة الأنشطة واتخاذ القرارات الاستراتيجية الصحيحة لتحقيق التوازن بين الربحية والنمو من خلال:

تحديد الأولويات: باستخدام مصفوفة BCG، يمكن للشركات تحديد الأنشطة التي تستحق التركيز الأكبر والاستثمار الأكبر بناءً على معدلات النمو وحصتها في السوق. هذا يساعد في تحديد الأولويات وتوجيه الموارد إلى الأنشطة التي تقدم أفضل فرص النمو والربحية على المدى الطويل.

المحور الخامس: التنازل الكلي و/أو الجزئي عن الأصول (تحليل محفظة الأنشطة)

تخصيص الموارد: باستناد إلى تصنيف الأنشطة في المصفوفة، يمكن للشركات توجيه الموارد المالية والبشرية بشكل فعال لدعم الأنشطة ذات الأولوية العالية والتي تساهم بشكل كبير في تحقيق أهداف الشركة.

تحليل السيناريوهات: يمكن استخدام مصفوفة BCG لتحليل مختلف السيناريوهات وتقييم تأثيرها على محفظة الأنشطة. على سبيل المثال، يمكن تقدير كيفية تغير القيمة المالية للشركة في حالة توسيع الاستثمار في النجوم مقارنةً بتقليل الاستثمار في الوزن الميت

اتخاذ القرارات الاستراتيجية: استناداً إلى تحليل مصفوفة BCG وتقييم مختلف السيناريوهات، يمكن للشركات اتخاذ القرارات الاستراتيجية المناسبة لتحقيق التوازن بين الربحية والنمو.

4. الاحتفاظ بمحفظة متوازنة

تبين لنا المصفوفة أن:

- تركيز أنشطة "الوزن الميت" يعكس كلا من الافتقار إلى منظور طويل الأجل وخطر كبير لتدهور الربحية على المدى القصير.

- يؤدي تركيز الأنشطة في منطقة "المعضلة" إلى نقص أو انعدام في الربحية. ورغم أن هذه المنطقة جذابة وواعدة، لكن الشركة لا تملك الوسائل الكفيلة بتمويل تنميتها، بل إن بقاءها فيها يمكن أن يعرضها للتهديد.

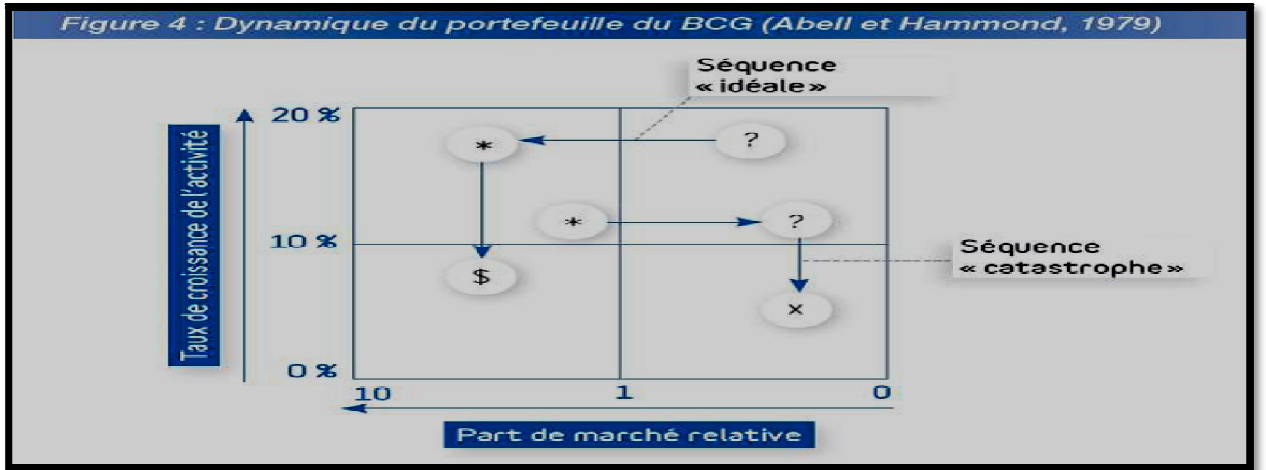
- تركيز الأنشطة في منطقة "النجوم" يفتح آفاقاً مستقبلية مثيرة للاهتمام، ولكن بسبب السيولة المحدودة، تظل الشركة هشة في مواجهة الهجومات المحتملة.

وأخيراً، فإن تركيز الأنشطة في منطقة "البقرة الحلوب" يضمن الربحية الجيدة على المدى القصير، ولكنه يؤدي إلى مخاطر الشيخوخة على المدى الطويل بالنسبة للمحفظة بسبب عدم وجود شركات واعدة عالية النمو.

في محفظة متوازنة، تقع معظم الأنشطة في منطقتي "البقرة الحلوب" و "النجوم"، ويقع مركز الثقل في المحفظة (حسب وزن كل نشاط) في منطقة "البقرة الحلوب"

من أجل تحقيق هذا الهدف، سيتعين على الشركة إجراء التعديلات اللازمة من حيث تخصيص الموارد وخيارات التطوير (التعزيز، إعادة التركيز، التنويع، إلخ). وسيكون من الضروري استخدام الأموال الناتجة عن أنشطة "البقرة الحلوب" لتغذية التنمية والدفاع في نهاية المطاف عن أنشطة "النجوم" (أو حتى "المعضلة") أو لتمويل إطلاق أنشطة جديدة تقع إما ضمن منطقة "النجوم" أو منطقة "المعضلة". وسيتعين الحفاظ على هذه الديناميكية الخاصة بمحفظة الأنشطة بشكل دائم وأن تستهدف "تسلسلاً مثالياً" كما أوضحه آيبل وهاموند 1979

المحور الخامس: التنازل الكلي و/أو الجزئي عن الأصول (تحليل محفظة الأنشطة)



5. حدود مصفوفة BCG:

تتعلق إحدى المشاكل التي يثيرها استخدام مصفوفة BCG بخاطر تثبيط عزيمة المديرين المسؤولين عن أنشطة "البقرة الحلوب" وفي الواقع، فإن مبدأ الدعم المتبادل الذي تستند إليه مصفوفة BCG يعني أنه يتم إعادة استثمار تدفقات أنشطة البقرة الحلوب بشكل منهجي في خدمة نشاطات DAS الأخرى ذات الأموال الكثيفة. وهكذا يمكن أن يؤدي هذا الوضع إلى تدهور حاد في دوافع موظفي أنشطة "البقرة الحلوب"، ويخيب أملهم لعدم تمكنهم من الاستفادة من ثمار جهودهم.

بالإضافة إلى ذلك، يستند تحليل BCG على افتراض أن حصة السوق النسبية هي المؤشر الأكثر ملائمة للموقف التنافسي: بسبب تأثير تأثيرات الحجم على التكاليف (وفورات الحجم، تأثير الحجم، تأثير التجربة)، سيؤدي امتلاك حصة سوقية مهيمنة إلى ميزة تنافسية قوية وربحية قوية. ومع ذلك، فإن هذا الترابط بين الحجم والربحية يثبت فقط في سياق أنظمة الحجم ذات المنافسة الشديدة، ففي بعض البيئات (الأنظمة المتخصصة)، من الممكن توليد ربحية عالية جدا في ظل حصة سوقية صغيرة. لذلك، تكون مصفوفة BCG ذات دلالة فعلية فقط في الحالات التي تكون فيها تأثيرات الحجم كبيرة.

وأخيرا إذا كان القصد من هذه المصفوفة هو تخصيص الموارد المالية داخل حافظة الأنشطة، فإنها لا تأخذ في الاعتبار توزيع الموارد الهامة الأخرى، إذ لا يتم التركيز على عناصر تسيير وإدارة المهارات، خاصة تلك المتعلقة بالابتكار والتكنولوجيا، في هذا النموذج رغم أنها تكون في الغالب في صميم الميزة التنافسية. للتغلب على بعض هذه الانتقادات، من الممكن استخدام مصفوفات أخرى تقدم رؤية ذاتية وبمعنوية، وفي هذا الإطار، تظهر مصفوفة McKinsey كواحدة من أكثر الطرق استخداما.

المحور الخامس: التنازل الكلي و/ أو الجزئي عن الأصول (تحليل محفظة الأنشطة)

ثالثاً: مصفوفة ماكينزي Matrice McKinsey

تستند المصفوفة التي طورها شركة الاستشارات McKinsey إلى نفس المبادئ مثل مصفوفة BCG، وضع DAS للشركة في إطار مصفوفة ناتجة عن التقاطع لبعدين من جهة، جاذبية النشاط، ومن جهة ثانية، الوضع التنافسي للشركة على هذه DAS.¹ يكمن الاختلاف مع مصفوفة BCG في طريقة قياس هذين البعدين؛ حيث أن المقاييس المعتمدة لمصفوفة ماكينزي تعد معايير متعددة ويجب تكييفها على أساس كل حالة على حدة اعتماداً على الشركة المعنية وقطاع النشاط المعني. لقياس محور المركز التنافسي، يحتفظ النموذج بمقياس القدرة النسبية للشركة للسيطرة على الـ FCS المتعلقة بكل DAS مقارنة مع منافسيها. وبالفعل، فإن إتقان FCS يوفر مؤشراً جيداً على الميزة التنافسية المتاحة للشركة بالإضافة إلى المخاطر التنافسية التي يجب أن تتحملها وريحيتها.

يجب على المحلل أولاً تحليل FCS للنشاط ومن ثم تقييم مستوى سيطرة الشركة على هذه FCS قبل ترجيحها وفقاً لأهميتها الخاصة. يسمح هذا الإجراء، في النهاية، بالحصول على "درجة" "score" للموقف التنافسي.

لقياس محور جاذبية النشاط، تجمع مصفوفة ماكينزي بين عنصرين اثنين: حيث تأخذ في الاعتبار القيمة الكامنة للشركة بناء على عوامل سوق معينة (الحجم، النمو، إلخ)، العوامل التنظيمية (وزن المعايير، والضرائب، إلخ، والعوامل الاجتماعية والاقتصادية) (المخاطر الإيكولوجية، والضغط النقابية، إلخ) (أو العوامل الصناعية) (قوة الموردين، الزبائن، إلخ). كما تأخذ في الاعتبار القيمة النسبية للنشاط، مقارنة بالقيمة الاجمالية للشركة، من خلال النظر على سبيل المثال في إمكانات التكامل الناجمة عن هذا النشاط (التكلفة، الصورة، الخبرة، إلخ)، لا سيما بسبب سيطرة الشركة على FCS الهامة.

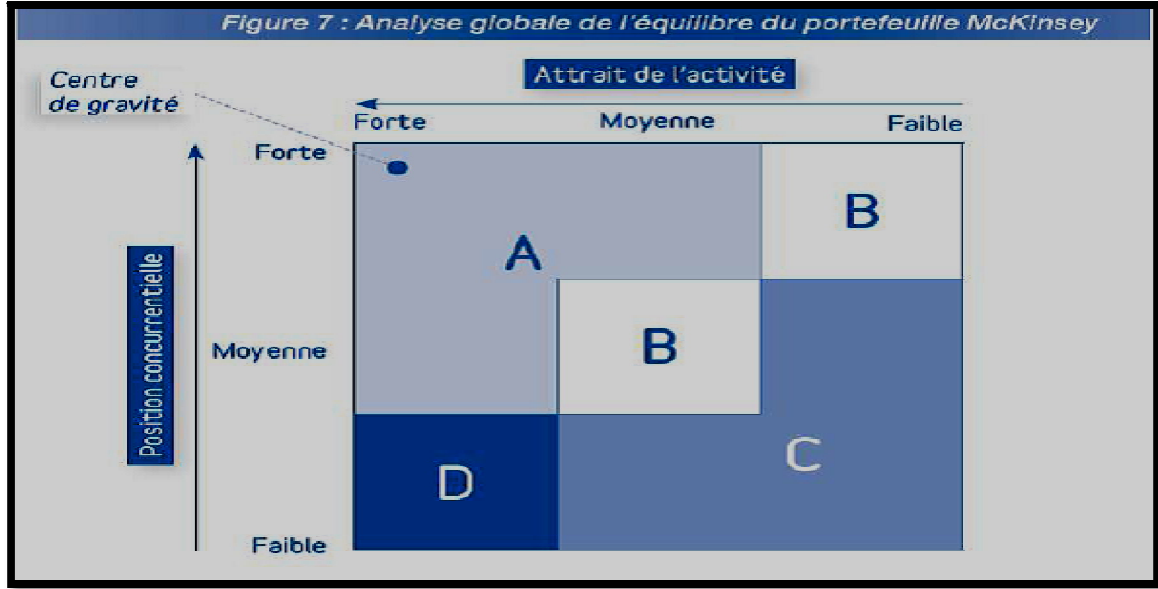
Figure 6 : Matrice McKinsey (McKinsey, 1972)

		Attrait de l'activité		
		Forte	Moyenne	Faible
Position concurrentielle	Forte	Maintenir la position à tout prix	Maintenir et suivre le développement	Rentabiliser
	Moyenne	Investir et améliorer la position	Rentabiliser prudemment	Se retirer de manière sélective
	Faible	Investir massivement ou abandonner	Se retirer de manière sélective	Désinvestir

¹ Robert M. Grant, op cit, pp 320-321

المحور الخامس: التنازل الكلي و/أو الجزئي عن الأصول (تحليل محفظة الأنشطة)

تعتبر التوصيات الاستراتيجية المرفقة بكل من هذه المناطق التسع في بعض الأحيان شديدة الاختزال أو مفرطة في التبسيط. يؤدي تطبيقها تلقائياً أو آلياً إلى أخطاء في الحكم. هذا هو السبب في أنه من الضروري تأهيل واستكمال هذا النهج مع رؤية شاملة وتحليل شامل لتوازن المحفظة. من هذا المنظور، من الممكن تحديد خمسة مبادئ رئيسية كما هو موضح في الشكل:



- السعي لوضع مركز ثقل المحفظة إلى يسار قطر جنوبي غربي / شمالي شرقي وأقرب ما يمكن إلى المربع في أقصى الشمال الغربي. تتوافق هذه الحالة مع حالة الشركة التي تتمتع بإمكانيات قوية لأنشطة جذابة بشكل عام، مما يؤدي إلى تحقيق ربحية جيدة على المدى القصير وإمكانات نمو ملائمة طويلة الأجل؛
- مواصلة التنمية في المناطق الموازية من حيث الموقع التنافسي وجاذبية النشاط (المنطقة A)؛
- الحفاظ على الربحية التي توضع في المناطق المتوسطة وجعلها مربحة بسبب الموقع التنافسي أو درجة جاذبية النشاط (المنطقة B)؛
- التخلي جزئياً أو كلياً عن الأنشطة المتواجدة في المناطق ذات التقييم الضعيف على أحد المحورين وتقييم متوسط على المحور الآخر أو حتى تقييم ضعيف على المحورين (المنطقة C)؛
- الاستثمار في تحسين أداء الشركة في المناطق ذات الجاذبية العالية والتي لا تمتلك الشركة المهارات اللازمة لها إذ اعتبرت DAS استراتيجية، وإلا سيتم عن النشاط (المنطقة D).

المحور السادس:
عمليات إعادة الهيكلة
والتصحيح
(نموذج تحليل الأداء)

المحور السادس: عمليات إعادة الهيكلة والتصحيح (تحليل نموذج الأداء)

في عمليات إعادة الهيكلة، تقوم الشركة بتعديل هيكلها التنظيمي وعملياتها الداخلية بشكل شامل، بما في ذلك تغييرات في التنظيم، وتحسينات في عمليات الإنتاج، وتخفيضات في التكاليف، وإعادة توجيه الاستثمارات، وما إلى ذلك. يهدف ذلك إلى تعزيز كفاءة الشركة وزيادة قدرتها على تحقيق أهدافها الاستراتيجية.

أما عمليات التصحيح في نموذج تحليل الأداء، فتركز على تقييم أداء الشركة الحالي بناءً على البيانات المالية والعملية. يتم تحديد نقاط القوة والضعف في الأداء وتحديد الفرص والتهديدات المحتملة للشركة بناءً على هذا التحليل، يتم اتخاذ إجراءات لتصحيح المشاكل وتحسين الأداء بشكل عام.

وبالتالي، يمكن ربط عمليات إعادة الهيكلة بعمليات التصحيح في نموذج تحليل الأداء من خلال تحليل الأداء الحالي للشركة وتحديد الجوانب التي تحتاج إلى تحسين وتغيير. تنفيذ عمليات إعادة الهيكلة يمكن أن يكون وسيلة فعالة لتحقيق هذه التحسينات وتحسين الأداء الشامل للشركة.

أولاً: مفهوم نموذج تحليل الأداء

نموذج تحليل الأداء هو أداة تُستخدم لتقييم وتشخيص الوضع الاقتصادي والمالي للشركة. تواجه العديد من المنظمات تحديات في تقييم أدائها بشكل كافٍ، خاصةً في المشاريع الصغيرة ومتوسطة الحجم.

يعتمد نموذج تحليل الأداء على النموذج الذي تم تطويره لأول مرة عام 1918 من قبل شركة **DuPont Corporation**. يركز هذا النموذج على مصادر تحقيق المردودية الاقتصادية للشركة وتحديد عوامل رئيسية لها. تم تطوير النموذج بمساهمات متعددة، بدءاً من استخدام نموذج ثلاثي العناصر في عام 1970 الذي يشرح خلق القيمة للمساهمين، وصولاً إلى نموذج بخمس محددات للمردودية في عام 1999.

يتم دراسة هذه المساهمات وتكييفها وإثرائها في هذا النموذج، الذي يركز على ستة محددات للقيمة لحملة الأسهم يتم تقسيم النموذج إلى خمس معادلات متتالية تهدف إلى تعميق الفهم تدريجياً لعوامل أداء المؤسسات وتبسيط النموذج للتركيز على الجوانب الاستراتيجية المتعلقة بالظواهر المالية.

تركز المعادلة الأولى على تحليل العائد على حقوق المساهمين من خلال ربحية أصول الشركة وتأثير الرفع المرتبط بالمديونية. تعمق المعادلة الثانية في تحليل الأداء التجاري ودوران الأصول، بينما تركز المعادلة الثالثة على الأداء التجاري وتكامل مفهوم القيمة المضافة. تأخذ المعادلة الرابعة في الاعتبار معدل دوران الأصول ودور الآلة الإنتاجية في تحقيق المبيعات وأخيراً، تستخدم المعادلة الخامسة جميع البيانات المحللة لاقتراح نموذج تحليل تكميلي.

المحور السادس: عمليات إعادة الهيكلة والتصحيح (تحليل نموذج الأداء)

لجمع النسب المكونة للمعادلات المقترحة والحصول على صورة أكثر موثوقية عن الأداء المحتمل، يُفضل إجراء تحليل مقارنة لتنتج الشركة مقابل تلك الخاصة بالمنافسين الرئيسيين، أو تحليل أفقي لتصور تطور أداء الشركة مع مرور الوقت على مدى عدة سنوات.

1. تحليل المردودية للمساهمين (المردودية المالية): يتم قياس المردودية للمساهمين (المعروفة أيضاً باسم العائد

على حقوق المساهمين (RO) أو المردودية المالية بالنسبة التالية: $RCP = RN/CP$

حيث: RN ترمز للدخل الصافي بعد الضريبة، بينما تمثل CP الأموال الخاصة.

تقيس هذه النسبة العوائد الصافية التي تم الحصول عليها مقابل دينار واحد من الأموال المستثمرة من قبل المساهمين في الشركة. هذه النسبة تعطي مؤشراً على مقدار الثروة المولدة للمساهمين نتيجة استثمارهم في الشركة في حال تخصيص النتيجة الصافية في شكل توزيعات أرباح (أقصى معدل نظري للمكافأة).

ومع ذلك، بالإضافة إلى هذه المعلومة، يوفر مؤشر ROE أيضاً مقياساً لقدرة الشركة على تمويل نموها إذا تمت إعادة استثمار هذه الأرباح، وبهذا المفهوم فهي مقياس لمعدل النمو الأقصى النظري من أصولها وتدويرها.

ففي حال افتراض أن النتيجة يعاد استثمارها بالكامل، تزيد حقوق المساهمين بمقدار هذا الربح الناتج عن النشاط، وفي هذه الحالة، يكون معدل العائد على حقوق المساهمين مساوياً لمعدل نمو حقوق الملكية.

وفي ظل ثبات الرافعة المالية، تؤدي هذه الزيادة في الخصوم لنفس الزيادة في مبلغ الأصول، وإذا قبلنا بفكرة ثبات كفاءة الأصول (معدل دوران ثابت لرأس المال المستثمر)، فإن هذه الزيادة في الأصول قد تؤدي إلى زيادة في معدل الدوران بنفس النسبة، وبالتالي فإن معدل العائد على حقوق المساهمين يقيس القدرة على النمو الداخلي لكونها ناتجة من داخل المؤسسة وليس من مصادر التمويل الخارجية.

توفر "RCP" إشارة جيدة لقدرة الشركة على مواكبة نمو السوق والحفاظ على حصتها السوقية أو (حتى تحسينها). فمع وجود هيكل تمويل مستقر للشركة فإن المقارنة بين معدل نمو السوق و بافتراض إعادة استثمار كل الأرباح يعطي مؤشراً للحفاظ على الحصة السوقية للشركة من خلال مواكبة نمو السوق؛ فإذا كان معدل نمو السوق أقل من فستكون لدى الشركة فرصة لتحسين مركزها التنافسي عن طريق زيادة حصتها في السوق أما إذا كان معدل نمو السوق أعلى من RCP، فإن الشركة غير قادرة على المحافظة على حصتها وتحاطر بفقدان مركزها التنافسي (ما لم تلجأ إلى المزيد من الاستدانة أو رفع رأس مالها).

المحور السادس: عمليات إعادة الهيكلة والتصحيح (تحليل نموذج الأداء)

على الرغم من أن RCP مهمة بالنسبة للمساهمين والشركة، فإن تحليل المردودية للمساهمين غير كافٍ إذا لم يتم تضمين المكونات الثلاثة التي تمثل العناصر الأساسية المؤثرة فيها، فـ RCP هو نتيجة التأثير المشترك لمصاريف: الفوائد والضرائب والمردودية الاقتصادية والرفع المالي. وعليه يمكن التعبير عن RCP من خلال المعادلة التالية:

$$RCP = RN/RE * RE/AEN * AEN/CP$$

في هذه المعادلة، يرمز للربح التشغيلي RE و AEN لصافي الأصول الاقتصادية. هذه الأخيرة - والتي يشار إليها أيضاً باسم رأس المال المستثمر - تمثل مجموع صافي الأموال التي توظفها المنشأة في دورات الاستثمار والتشغيل وهي تعرف بأنها مجموع الأصول الثابتة واحتياجات رأس المال العامل (إضافة قيمة المخزونات والمدينين التجاريين ناقص الذمم الدائنة التجارية، وبالتالي تشير هذه الفكرة إلى جميع الاحتياجات المالية للشركة اللازمة لتشغيلها).

- النسبة الأولى (صافي الربح بعد الضريبة / نتيجة الاستغلال التشغيلية): تسمح بتقييم أهمية ثلاث فئات من البنود:

- وزن التكاليف المالية - أي رسوم الفائدة -؛

- تأثير الإيرادات المالية؛

- تأثير البنود الاستثنائية (النفقات والإيرادات الاستثنائية) وضريبة دخل الشركات.

وبالتالي، فإن إدراج هذه العناصر في المعادلة الأولى يجعل من الممكن تحديد ما يتحقق من هذه العناصر الثلاثة في التأثير على العائد على حقوق المساهمين. وعليه، إذا تبين أن هذه النسبة هي المساهم الرئيسي في الربحية للمساهمين، سيكون من الضروري تعميق التحليل من أجل تحديد أي من هذه العناصر الثلاثة التي تم أخذها في الاعتبار، تشكل العامل الأكثر مساهمة في هذا التأثير.

تشير النسبة الثانية (نتيجة التشغيل / صافي الأصول الاقتصادية): إلى مفهوم المردودية الاقتصادية، وتستخدم في الاستراتيجية لقياس الأداء الاقتصادي لدورة استغلال المنشأة، أي مدى ترابط أو تماسك نموذجها الاقتصادي. ويستخدم مصطلح "النموذج الاقتصادية" (أو نموذج الأعمال) (business model) هنا للإشارة إلى العملية أو النظام أو الآلية التي تولد المؤسسة من خلالها الربح باستغلال مواردها الاقتصادية المستثمرة.

المحور السادس: عمليات إعادة الهيكلة والتصحيح (تحليل نموذج الأداء)

لذا فإن الربحية الاقتصادية تشير إلى قدرة الشركة على تحقيق ربح من أعمالها ونشاطها ومن خلال رأس مالها المستثمر، وعلى الرغم من أن هذه النسبة لا تأخذ المخاطر بالحسبان، إلا أنها تقيس كفاءة النشاط من وجهة نظر اقتصادية.

يمكن زيادة هذه النسبة - وبالتالي تعزيز الأداء الاقتصادي - عن طريق زيادة البسط RE أو تقليل المقام AEN أو من خلال القيام بكليهما. إذا كان من المرغوب التركيز على زيادة النتيجة، فغالبا ما يكون من الأسهل تقليل رأس المال المستثمر.

وهذا الخيار يكون مجد عندما يتعلق الأمر بتقليل الأصول الرأسمالية التي ليس لها أي علاقة حقيقية بالنشاط أو غير مهمة للشركة (أرض عقارية على سبيل المثال). وبالمثل، فإن السعي إلى تحقيق هذا الهدف يمكن أن يكون من خلال حد أدنى للمخزون، باعتماد سياسة حين الحاجة للمخزون أو جاست إن تايم المعروفة. وأخيرا من خلال تحسين الدورة النقدية المرتبطة الثنائية "الحقوق / الديون". ومع ذلك، قد يكون الحد من الأصول إلى ما دون حدها الأدنى خطأ إدارياً، أو حتى محاولة متعمدة للتلاعب في نسبة العائد الاقتصادي على المدى القصير. هذا هو السبب في أنه من المهم التأكد من أن المردودية العالية لا تخفي آلية تهدف إلى رفع قيمة الشركة عن طريق تقليل الأصول بطريقة غير مبررة.

تشير النسبة الثالثة إلى تأثير الرفع المالي: حيث تساوي الرافعة المالية الفرق بين العائد على حقوق الملكية والربحية الاقتصادية؛ فعندما تكون الربحية الاقتصادية أعلى من تكلفة الدين، فإن الزيادة في الدين تؤدي إلى زيادة العائد على حقوق الملكية.

وعلى العكس، عندما تكون المردودية الاقتصادية أقل من نسبة الفائدة على الديون، تؤثر ظاهرة الرفع المالي سلباً وتقلل من العائد على حقوق المساهمين. وبالتالي فإن هذه النسبة لها تأثير المضاعف على المردودية الاقتصادية وبالتالي فهي وسيلة لزيادة المردودية للمساهمين.

ينبغي أن نأخذ في الاعتبار أنه في حين أن الرافعة المالية يمكن أن تحسن العائد على حقوق المساهمين، فإنها تزيد أيضاً من مخاطر الأسهم نتيجة للنمو في المديونية. وبالتالي، إذا تم استخدام هذه النسبة لتقييم الأثر المضاعف

المحور السادس: عمليات إعادة الهيكلة والتصحيح (تحليل نموذج الأداء)

لاستخدام الدين - أي تأثير درجة الرفع المالي - لا بد من ربطها مع "تأثير التكلفة" للرفع، من خلال الكشف عن وزن الأعباء المالية.¹

مثال: لتكن ثلاث شركات (أ، ب، ج) لها نفس العائد RCP 10 % إذا انتقلنا إلى تحليل (RCP) يتبين أن تقييم أداء كل منهما مختلف للغاية.

Entreprise	$\frac{RN}{CP}$	$\frac{RN}{RE}$	$\frac{RE}{AEN}$	$\frac{AEN}{CP}$
A	10 %	132 %	3,03 %	2,5
B	10 %	15 %	6,06 %	11
C	10 %	30 %	33,3 %	1

Tableau 1 : Décomposition de la RCP pour les entreprises A, B et C

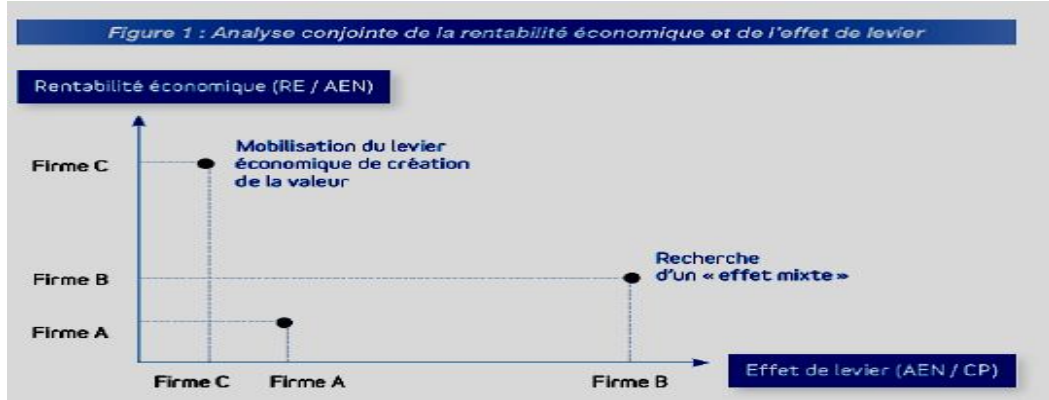
تتمتع الشركة A دينا معتدلا نسبيا الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض المخاطرة فضلا - عن النفقات المالية المحتملة - لكن المردودية الاقتصادية لنشاطها تظل منخفضة نوعا كما تحقق مردودية قدرها 10 % للمساهمين على أساس نسبة RN/RE. ومن ثم فإن البنود الاستثنائية أو المنتجات المالية هي مصدر هذه المردودية المرضية للمساهمين. في هذه المرحلة، من الضروري تعميق التحليل من أجل تحديد أهمية هذه النسبة بدقة: إن كان الربح الرأسمالي متعلق ببيع نشاط غير استراتيجي أو بيع ممتلكات وعقارات أو توظيفات مالية، إلخ.

تتمتع الشركة B بربحية أعمال أعلى من الشركة A 6.06 % مقابل 3.03 %، مما يعطيكم ¹أفضل في نموذج الأعمال **modèle économique**. بالإضافة إلى ذلك، تستخدم تأثير قوي للرافعة المالية - حيث لا يتعدى تمويل صافي الأصول بالإضافة إلى ذلك، تستخدم تأثير قوي للرافعة المالية - حيث لا يتعدى تمويل صافي الأصول الاقتصادية من خلال حقوق الملكية 10 % وتمول أكثر من 90 % عن طريق الديون. هذه النسبة العالية للديون تنطوي على مخاطر عالية (مخاطر السيولة والملاءة المالية أو القدرة على السداد) وهذا ما يفسر انخفاض النسبة "النتيجة الصافية/ النتيجة التشغيلية". من الممكن أيضا أن هذه النسبة المنخفضة تعود لثقل مصروفات الفائدة المرتبطة بالقروض، وبالطبع سيكون من الضروري التحقق من هذا الافتراض عن طريق عزل وزن الأعباء المالية.

¹ Franck Brulhart: op cit, p93

المحور السادس: عمليات إعادة الهيكلة والتصحيح (تحليل نموذج الأداء)

يبدو في الأخير أن الشركة أفضل هذه الحالات، فهي من ناحية تحقق عائداً اقتصادياً مهماً للغاية 33.3% وهو ما يحتمل أن تكون بسبب وجود الكفاءات الأساسية أو القدرات التنظيمية التي تمنحها ميزة تنافسية قوية. وبالإضافة إلى ذلك، فإن الدين المنخفض للغاية أو المنعدم تقريباً (حيث إنها تمول جميع الأصول الاقتصادية من خلال حقوق المساهمين)، تؤدي إلى انخفاض المخاطر إلى جانب محدودية النفقات المالية أو عدم وجودها. ومن ناحية أخرى، فإن هذا اللجوء المنخفض إلى الدين يفتح إمكانية زيادة اللجوء إلى الديون لتمويل نمو الأعمال و / أو الاستفادة من الرفع المالي. يمكن تمثيل المردودية الاقتصادية وتأثير الرفع المالي بشكل واضح يعكس تأثيرهما المشترك على خلق القيمة كما يلي:



في هذا الرسم البياني، تقوم الشركة باستخدام رافعة اقتصادية قوية للغاية لخلق القيمة وتظهر نموذجاً اقتصادياً صحيحاً (صافياً)، في حين تسعى الشركة B إلى خلق تأثير مختلط لخلق القيمة، يسمح بدمج التأثير الاقتصادي لخلق القيمة وتأثير الرافعة المالية.

في هذه الحالة، إذا كانت المخاطر الناجمة عن الديون الكبيرة لها ما يبررها من خلال تحقيق عائدات مرتفعة للمساهمين، إلا أنه من الضروري التحقق من أن وطأة الأعباء المالية المرتبطة بالديون لا تعاقب بشكل مفرط العائد على حقوق المساهمين (تحليل نسبة (RN / RE) على سبيل المثال).

أخيراً لم تنجح الشركة A في تعزيز خلق القيمة للمساهمين من النشاط العمليتي سواء من خلال الرفع الاقتصادي أو من خلال الرفع المالي.

المحور السادس: عمليات إعادة الهيكلة والتصحيح (تحليل نموذج الأداء)

2. تحليل المردودية الاقتصادية

كما هو الحال مع المردودية المالية، فإن نسبة المردودية الاقتصادية تؤدي إلى تعميق التحليل من خلال تفكيكها من أجل تحديد مصدرين محتملين لأداء نشاط المؤسسة. فالمردودية الاقتصادية، هي نتيجة للتأثير المشترك للأداء التجاري وكفاءة الأصول. وعليه يمكن التعبير عن نسبة المردودية الاقتصادية من خلال المعادلة التالية حيث تشير الأعمال إلى رقم CA:

$$RE/AEN = RE/CA * CA/AEN$$

- النسبة الأولى: نتيجة الاستغلال / رقم الأعمال : هي معدل عن الأداء التجاري (أو معدل هامش الاستغلال). وهي تقدم مؤشرا على الفعالية التجارية للشركة معبراً عنها بالهامش، أي قدرة الشركة على تحسين الإدارة المشتركة لتكاليفها وأسعار منتجاتها.

- النسبة الثانية: رقم الأعمال / الأصول الاقتصادية الصافي: هي معدل دوران الأصول وهو يقيس الكفاءة التجارية من حيث حجم المبيعات - وليس الهامش. تقيس هذه النسبة قدرة الشركة على تحسين استخدام أصولها لزيادة حجم المبيعات فهي بذلك تعزز معدل الهامش.

يتيح تحليل هاتين النسبتين معا وضع تصور حول طبيعة البيئة التنافسية التي تعمل فيها المؤسسة، وكذلك طبيعة ومدى نجاح الاستراتيجية العامة للشركة: السيطرة على التكاليف أو التمايز.

وعليه قد تسمح حالة الشركة التي تتمتع بأداء تجاري قوي، ولكن مع انخفاض معدل دوران الأصول، للمحلل بافتراض استراتيجية ناجحة للتمييز و / أو بيئة تتميز بانخفاض الضغط على الأسعار وإمكانية تمييز عرضه عن عروض المنافسين محيط وبيئة مجزأة أو متخصصة.

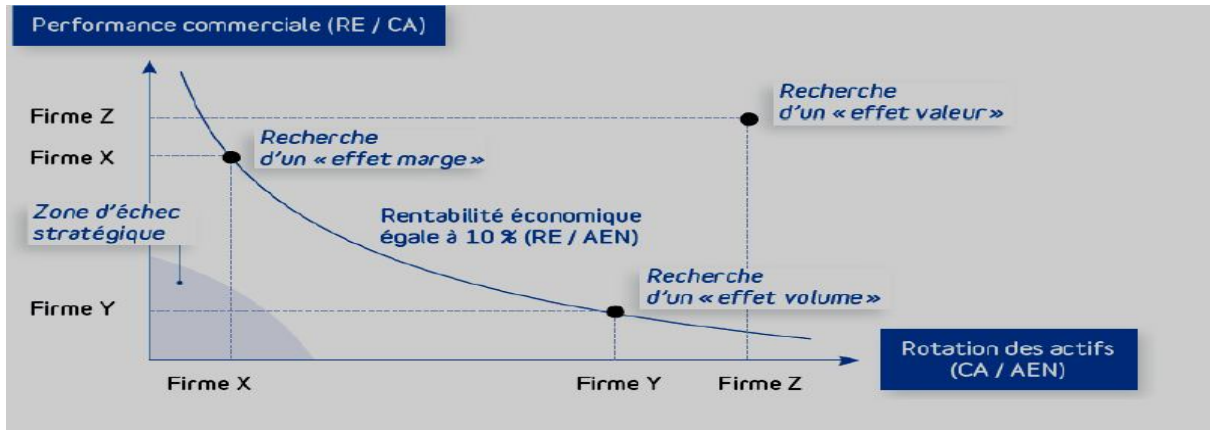
على العكس، فإن حالة الشركة ذات الأداء التجاري المنخفض، ولكن مع ارتفاع معدل دوران الأصول سيقود المحلل نحو فرضية إستراتيجية الهيمنة بالتكلفة و / أو البيئة تتميز بالضغط التنافسي القوي على الأسعار وصعوبة التفريق بين عرضها وعروض منافسيها (بيئة حجم مسدودة).

في حالة الشركة التي لديها نسبة أداء تجاري قوي ومعدل دوران الأصول عالي تحيلنا إلى افتراض تبنيها استراتيجية "مختلطة" (وتسمى أيضا "استراتيجية القيمة") من خلال الجمع بين التمايز، والتحكم في التكاليف.

المحور السادس: عمليات إعادة الهيكلة والتصحيح (تحليل نموذج الأداء)

وأخيرا في حالة الشركة ذات معدل الأداء التجاري المنخفض ومعدل دوران بطيء للأصول، فيجب النظر في عدة فرضيات لتوضيح هذا القصور في المردودية الاقتصادية: عدم القدرة على التحكم في التكاليف، أو صعوبة توليد التمايز في أذهان المستهلكين أو بيئة تنافسية معادية (بيئة على مسدودة) على سبيل المثال. أيا كان الحال، يجب أن تترافق هذه الفرضيات مع تحليل أداء المنافسين من أجل التحقق من صحة التفسيرات المختلفة الممكنة.

إن التمثيل البياني المشترك لـ Y (انظر الشكل 2) يجعل من الممكن تصور وضعية الشركة بسرعة: البحث عن تأثير هامش شركة X في بيئة متخصصة أو "تأثير حجم شركة Y في بيئة حجم على سبيل المثال. يسلط هذا الشكل الضوء أيضاً على وجود منطقة "فشل إستراتيجي"، تتوافق مع حالة الشركات ذات الربحية الاقتصادية السيئة بسبب عدم القدرة على توليد الهامش أو الحجم. وأخيرا تعكس المنطقة الواقعة شمال شرق المصفوفة منطقة البحث عن "تأثير القيمة" الذي يجمع بين التمايز ومراقبة التكاليف لشركة Z .



3. تحليل الأداء التجاري

كما في التحليل السابق، يكون من الضروري تعميق التحليل من خلال تجزئة نسبة الأداء التجاري للاستغلال، ويهدف هذا التحليل إلى تحديد أصل تكوين الهامش. وبالتالي يمكن التعبير عن نسبة الأداء التجاري بالمعادلة التالية:

$$RE/CA = RE/VA * VA/CA$$

القيمة المضافة تعكس القيمة التي قدمتها المؤسسة، في نشاطها، ومن السلع والخدمات المتأتية من الحقوق.

المحور السادس: عمليات إعادة الهيكلة والتصحيح (تحليل نموذج الأداء)

وتشمل هذه الاستهلاكات الوسيطة بشكل رئيسي شراء المواد الخام أو السلع، وتكلفة التعاقد من الباطن، وتكاليف الطاقة، والنقل، والتأمين، وغيرها من النفقات.

- **تبرز النسبة الأولى (نتيجة التشغيل /VAI):** التحكم في تكاليف التشغيل الداخلية، تكاليف الموظفين والخيارات المتعلقة بسياسة الاهتلاك ومؤهلات الاستغلال.

عندما تكون هذه النسبة عالية، من الممكن افتراض وجود تحكم جيد في تكاليف الأجور. ومع ذلك، قد تكون تكاليف الأجور المنخفضة مرتبطة أيضاً باختيار التعاقد من الباطن وهذا الافتراض يجب تأكيده من خلال تحليل النسبة الثانية.

من ناحية أخرى، يمكن أن تكون النسبة العالية مرادفة لسياسة استثمار محدودة - من خلال انخفاض أفساط الاهتلاكات. يجب على المحلل أن يكمل تحليله على ضوء الخصائص المميزة لقطاع النشاط المعني.

- **النسبة الثانية VA/CA :** تجعل من الممكن إبراز التحكم في نفقات التشغيل الخارجية، أي وزن المصاريف المتعلقة بالمشتريات من الغير.

قد يعكس انخفاض هذه النسبة عدم القدرة على خلق قيمة مضافة من رقم الأعمال وسوء التحكم في النفقات الخارجية ومع ذلك، قد تعكس النسبة المنخفضة أيضاً الاعتماد المكثف على الاستعانة بالمقاول من الباطن وليست بالضرورة مرادفة لسوء الإدارة. ومن ناحية أخرى، قد تكون النسبة المرتفعة علامة على التحكم الجيد في النفقات الخارجية أو تكامل قوي للنشاط في هذا القطاع.

4. **تحليل كفاءة الأصول:** المعادلة الرابعة المقترحة معدل دوران الأصول: **الأصول الاقتصادية الصافية / رقم الأعمال**

عن طريق قياس كفاءة الأصول الثابتة (أو أداة الإنتاج). يمكن التعبير عن ذلك على النحو التالي، حيث يشير مصطلح IMMO إلى قيمة الأصول الثابتة.

$$CA /AEN= CA/IMMO * IMMO/AEN$$

- **النسبة الأولى (المبيعات / الأصول الثابتة):** هي معدل دوران الأصول الثابتة. وهو مؤشر على إنتاجية الأصول الثابتة، أي قدرة الشركة على تحسين استخدام أصولها لزيادة حجم المبيعات. وبعبارة أخرى، فإنه يقيس رقم الأعمال الناتج عن دينار واحد من الأصول الثابتة.

المحور السادس: عمليات إعادة الهيكلة والتصحيح (تحليل نموذج الأداء)

- النسبة الثانية (الأصول الثابتة / الأصول الاقتصادية الصافية): تقيس أهمية الأصول الرأسمالية (الثابتة) في الأصول الاقتصادية. ومن ثم فهو مقياس "للكثافة الرأسمالية للأصول الثابتة" (أو أداة الإنتاج) ويوفر معلومات عن طبيعة قطاع النشاط (نشاط أقل أو أكثر كثافة رأسمالية للتثبيتات). وهكذا، وبطريقة مبسطة، سيكون للنشاط المتمركز في قطاع الخدمات عموماً نسبة أقل بكثير من النشاط الصناعي.

ثانياً: نموذج تركيبي لتحليل أداء الشركة

يوفر الجمع بين المعادلات الأربعة السابقة إمكانية بناء رؤية شاملة لأداء الشركة وتعميق لأسس خلق القيمة (أو عدم خلق القيمة) للمساهمين:

$$RCP = RN/RE * RE/VA * VA/CA * CA/IMMO * IMMO/AEN * AEN/CP$$

في هذه المعادلة تسمح:

- النسبة الأولى RN/RE بحساب وزن الأعباء والرسوم المالية وتأثير النتيجة الاستثنائية؛
 - النسبة الثانية RE/VA والثالثة VA/CA تسمح بالحكم على الأداء التجاري للشركة؛
 - النسبة الرابعة $CA/IMMO$ والنسبة الخامسة $IMMO/AEN$ فتسمح بتحليل الربحية الاقتصادية للنشاط.
- وأخيراً، فإن النسبة السادسة AEN/CP تقدم مؤشراً على هيكل تمويل للشركة ودرجة الرفع المالي.

ثالثاً: تقييم نموذج الأداء

نموذج تحليل الأداء هو منهجية شاملة وتركيبية تهدف إلى إجراء تقييم وتشخيص للوضع التجاري والاقتصادي والمالي للشركة وبناءً على سلسلة من النسب المالية، يشرح هذا النموذج الوضع الاستراتيجي للشركة في ضوء سلسلة من التحليلات المالية للأداء هذا التحليل ينير ويكمّل مرحلة تحليل سلسلة القيمة من خلال تحديد ست محددات لخلق القيمة للمؤسسة. ولهذا الغرض، يبدأ هذا النموذج بتحليل أصل العائد على حقوق المساهمين (خلق ثروة للمساهمين) وتفكيكه إلى ثلاثة عناصر: وزن الأعباء والمنتجات المالية وتأثير البنود الاستثنائية والضرائب من ناحية، والمردودية الاقتصادية التي تبرز مدى تماسك النموذج الاقتصادي من ناحية أخرى، إضافة إلى التأثير المضاعف للرافعة المالية.

وأخيراً يستمر تحليل هذا النموذج ويعمق محددات المردودية الاقتصادية من خلال التمييز بين تأثير الأداء التجاري استراتيجي التمايز وتأثير الهامش (، وتأثير معدل دوران الأصول (التحكم في التكلفة وتأثير الحجم).

المحور السادس: عمليات إعادة الهيكلة والتصحيح (تحليل نموذج الأداء)

يتم بعدها تقسيم الأداء التجاري لفصل تأثير السيطرة على التكاليف الداخلية عن السيطرة على التكاليف الخارجية، والتعرف على سياسة التكامل والاندماج في هذه الصناعة للشركة محل التحليل. وأخيرا، تبرز دراسة تأثير الحجم تأثير دوران التثبيتات، وكذا تأثير كثافة رأس المال لأداة الإنتاج.

المحور السابع:
دراسة حالات عملية

المحور السابع: دراسة حالات عملية

l'outdoor دراسة الحالة رقم 01: تحليل المحيط التنافسي دراسة حالة: قطاع تصنيع المعدات الرياضية

عرض الحالة:

تعرض هذه الحالة بعض المتنافسين في قطاع تصنيع المعدات الرياضية للرياضات التي تمارس في الهواء الطلق و

هم الشركات التالية:

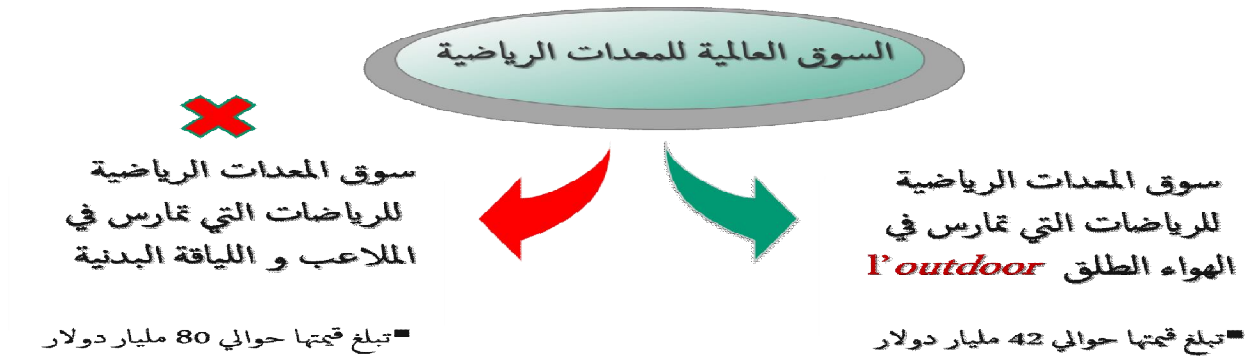
Adidas ■

Lafuma ■

Nike ■

Quiksilver ■

حيث تنقسم السوق العالمية للمعدات الرياضية إلى اثنين من الأسر الكبيرة:



سوق المعدات الرياضية للرياضات التي تمارس في الهواء الطلق **l'outdoor** يقصد بها تصنيع جميع المعدات

الرياضية الخاصة بالرياضات التي تمارس خارج الملاعب وهذه الرياضات تمارس في خمس عوالم (اماكن) مختلفة، وهذه

العوالم تمثل مجالات الانتاج بالنسبة للشركات في القطاع والتي يشار إليها باللون كالتالي:

■ الأبيض للرياضة في الثلوج: الترحلق علي الجليد؛

■ البني للرياضة الجبلية: تسلق الجبال؛

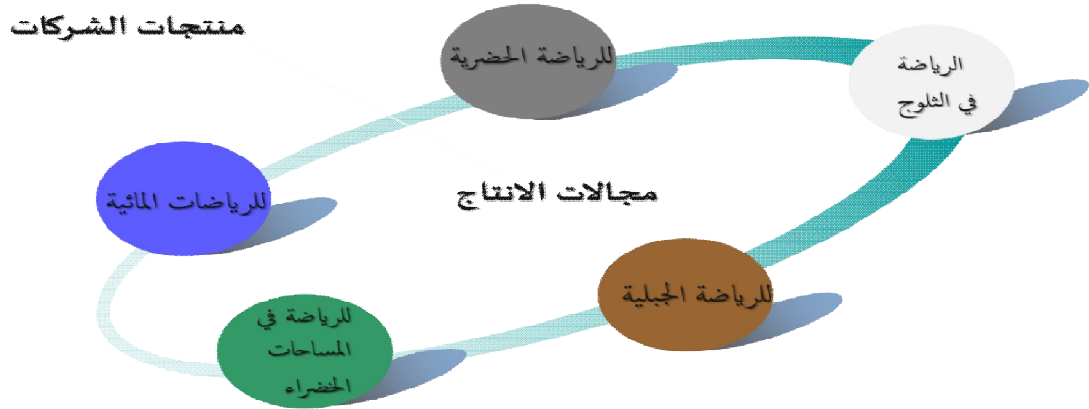
■ الأخضر للرياضة في المساحات الخضراء: الغولف؛

■ الأزرق للرياضات المائية: الغوص ، وركوب الأمواج؛

■ الرمادي للرياضة الحضرية(المدينة): تنزل.

منتجات الشركات تحدد حسب مجالات الانتاج الخمس التالية:

المحور السابع: دراسة حالات عملية



وفي كل مجال من هذه المجالات المختلفة، تنتج الشركات كل من المعدات والملابس والاحذية و الإكسسوارات اللازمة لممارسه هذه الرياضة.

تمثل الأحذية الرياضية حوالي 30٪ من المبيعات مقارنة بـ 46٪ للمنسوجات و 24 ٪ للمواد. كما يمثل القطاع الخارجي **l'outdoor** أكثر من 30٪ من السوق العالمية.

إن السلع الرياضية تتميز بديناميكية وحركية مستمرة (مع معدلات نمو تتراوح بين 5 و 10 ٪ سنوياً) هذا النمو القوي في سوق السلع الرياضية في الهواء الطلق جاء نتيجة مجموعة من ظواهر الاندماج والاستحواذ ، بدأت بإستحواذ **Adidas** على **Salomon** في سنة 1998 حيث أدت إلى مضاعفة نمو عملياتها الخارجية في سنة 2000 , وتلتها العديد من الاستحواذات كإستحواذ **Quiksilver** على **Rossignol** وكذا **Lafuma** على **Oxbow**.

يمكن تمييز ثلاثة شرائح استراتيجية في قطاع الرياضة في الهواء الطلق موضحة في المصفوفة التالية:

نوع العرض	نوع العملاء	ممارس للرياضة للترفيه/ المبتدئين	يجب ممارسة الرياضة / الخبراء	عملي وليس رياضي
تقنية عالية			مواد النسيج و الاحذية "فني"	
تقنية ضعيفة		مواد النسيج و الاحذية "راحة"		النسيج و الاحذية "لعبة رياضية"

من خلال المصفوفة (معايير العرض/ شخصيات العملاء) يتضح لنا ثلاث شرائح إستراتيجية:

- معدات, صناعة النسيج والأحذية الترفيهية: وهي موجهة للترفيه العائلي والإستكشافي.

المحور السابع: دراسة حالات عملية

- المعدات التقنية والمنسوجات والأحذية: وهي موجهة للخبراء الرياضيين لتحسين أدائهم في المنافسات.
- أحذية ومنسوجات المعدات الرياضية: وهي موجهة للإستعمال الغير رياضي و تعتبر كموضة.

تعليمات الاستخدام والتحليل للحالة

1. قم بتعيين الأقسام المحددة لقطاع الرياضات الخارجية واستعرض العوامل الرئيسية للنجاح المرتبطة بها.
- لكل من الأقسام، قيّم ما إذا كان عدد مصادر التميز مرتفعاً أم منخفضاً. وقدّم السبب في ذلك.
- 3 لكل من الأقسام، قيّم مدى قوة أو ضعف الميزة التنافسية. وقدّم السبب في ذلك.
- 4 ضع الأقسام المحددة في مصفوفة الأنظمة التنافسية استناداً إلى التحليلات السابقة.
- 5 قدّم خلاصة للتحليلات وقدم استنتاجات حول المصفوفة الأنظمة التنافسية التي يجب الاحتفاظ بها.

الأدوات المستخدمة للتحليل:

مصفوفة التحليل الأولى: تقييم عدد مصادر التميز (عالي/منخفض) لكل شريحة إستراتيجية محددة:

تقوم مختلف المؤسسات بإنتاج وتقديم خدمات معينة تتسم بخصائص منفردة عن باقي المنافسين لها في السوق، إلا أن هذه المؤسسات تتمايز بشكل مغاير مما يدعو إلى توضيح مفهوم التمايز مع بقاء تلبية الحاجات والرغبات على حالها، ويعرف التمايز على أنه الشكل والطريقة التي يتحصل بها المستهلك على المنتجات والخدمات، فالمنتج والخدمة عبارة عن بطاقة تعريف للمؤسسة المنتجة للخدمة أو السلعة، وذلك نتيجة للخصائص المتنوعة التي تتسم بها، وهنا فعلى المؤسسات تقييم كل شريحة استراتيجية لإستخلاص مفاتيح النجاح الرئيسية FCS حيث يعطي التقييم اشارة نسبية من خمس نقاط تتراوح بين "+" (عدد مصادر التمايز المنخفض للغاية) إلى "+++++" (عدد مصادر التمايز عالي جداً)

التبرير	تقييم عدد مصادر التمايز	إسم الشريحة
		الشريحة 1
		الشريحة 2
		الشريحة 3

المحور السابع: دراسة حالات عملية

مصفوفة التحليل الثانية: تقييم قوة الميزة التنافسية (قوية أو ضعيفة) لكل شريحة محددة:

الهدف هنا هو تقييم درجة قوة الميزة التنافسية لكل شريحة للقول انها ذات طبيعة مستدامة ودفاعية , هذه القوة تعتمد على صعوبة اتقان FCS و أهمية حواجز دخول الشريحة في المنافسة .

نتائج التقييم تعطي دلالات نسبية ومطلقة محصور في نطاق خمس نقاط تتراوح ما بين "+" (قوة منخفضة من ميزة تنافسية) ل "+++++" (قوة قوية للميزة التنافسية)

التبرير	تقييم تقييم القوة للميزة التنافسية	إسم الشريحة
		الشريحة 1
		الشريحة 2
		الشريحة 3

حل عرض الحالة :

-تقييم عدد مصادر التمايز (عالي /منخفض) لكل شريحة إستراتيجية محددة:

إسم الشريحة	التبرير	تقييم مصادر التمايز
معدات صناعة النسيج والأحذية الترفيهية	مصادر قليلة التمايز : هذه الشريحة تلائم أسواق المنافسة الشاملة حيث يكون العامل الحاسم لبقيائها هو مراقبة التكاليف و تنافسية الاسعار	++
المعدات التقنية والمنسوجات والأحذية	وجود العديد من مصادر التمايز المتعلقة بالإبتكار والبحث والتطوير , والعلامات التجارية أو وجود شبكات التوزيع المتخصص.	++++
أحذية ومنسوجات المعدات الرياضية	وجود العديد من مصادر التمايز المتعلقة بالإبداع و الأصالة والتجديد المتكرر للمنتجات, وكذلك الهوية و العلامة التجارية.	+++++

في شبكة التحليل التالية يمكننا ان نرى أن:

-شريحة (معدات , صناعة النسيج والأحذية الترفيهية) لديها القليل من مصادر التمايز

المحور السابع: دراسة حالات عملية

- شريحة (المعدات التقنية والمنسوجات والأحذية) لديها العديد من مصادر التمايز
- شريحة (أحذية ومنسوجات المعدات الرياضية) التي تحتوي على عدد أكبر من FCS وبذلك تتمايز عن مثيلاتها.

2- تقييم قوة الميزة التنافسية (قوية أو ضعيفة) لكل شريحة محددة:

اسم الشريحة	التبرير	تقييم صلابة الميزة التنافسية
معدات صناعة النسيج والأحذية الترفيهية	الميزة التنافسية يمكن أن تعتبر صلبة بسبب وجود حواجز للدخول في هذه الشريحة (الحجم , تأثير الحجم ...)	++++
المعدات التقنية والمنسوجات والأحذية	الميزة التنافسية يمكن أن تعتبر صلبة بسبب أهمية الحواجز أمام الدخول في هذه الشريحة (البحث و التطوير , دور العلامة التجارية , السمعة والولاء.	++++
أحذية ومنسوجات المعدات الرياضية	الميزة التنافسية يمكن أن تعتبر ضعيفة بسبب أن دورة حياة المنتجات قصيرة في هذه الشريحة , وكذا تأثير قوي للأزياء وصعوبة حماية الابتكار.	++

في شبكة التحليل الثانية نجد أن:

- شريحة (معدات , صناعة النسيج والأحذية الترفيهية) لديها صلابة قوية في الميزة التنافسية.
 - شريحة (المعدات التقنية والمنسوجات والأحذية) لديها صلابة قوية في الميزة التنافسية.
 - في المقابل شريحة (أحذية ومنسوجات المعدات الرياضية) تظهر ضعفا في الميزة التنافسية.
- سنقوم بترتيب FCS لكل من الشرائح الثلاثة في الجدول الموالي:

إسم الشريحة	FCS
معدات صناعة النسيج والأحذية الترفيهية	- السعر و/أو الجودة / السعر - إحتواء والتحكم في التكلفة - الحجم (تأثير الحجم ووفورات الحجم) - نقل الإنتاج - الترويج والإعلان

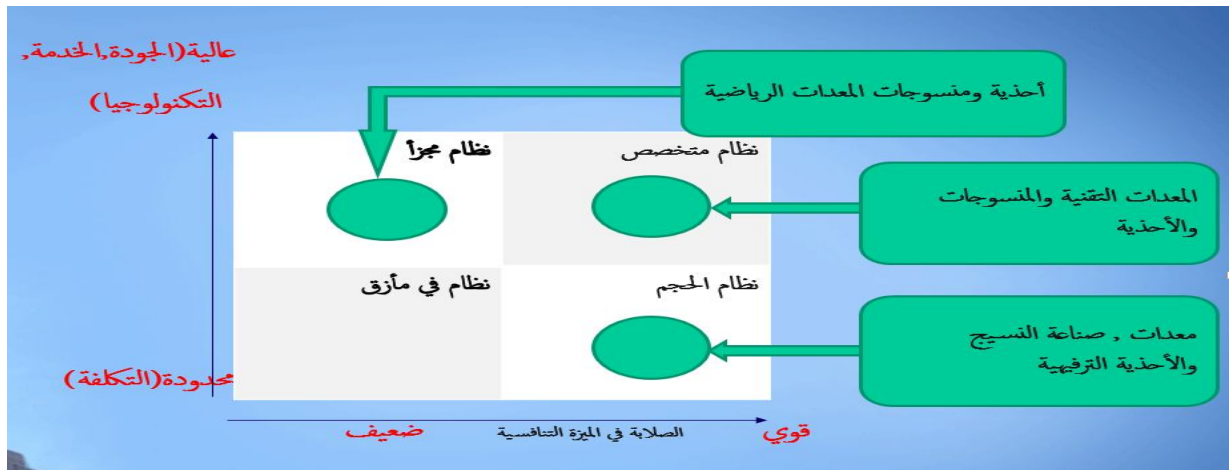
المحور السابع: دراسة حالات عملية

- الابتكار والبحث و التطوير - العلامة التجارية و السمعة - رعاية الأحداث و الرياضيين - الشراكات مع موردي المكونات الأساسية - التواجد في شبكات المتخصصين	المعدات التقنية والمنسوجات والأحذية
- الهوية القوية , والعلامة التجارية - كثرة تجديد المنتج - الإبداع و الأصالة	أحذية ومنسوجات المعدات الرياضية

تحليل مفاتيح النجاح FCS لقطاع الرياضات في الهواء الطلق l'outdoor

- القسم "معدات ونسيج وأحذية الترفيه" يتمتع بعدد قليل من مصادر التميز مقارنة بالأقسام "معدات ونسيج وأحذية التقنية" و "النسيج والأحذية للملابس الرياضية" التي تظهر عدداً أكبر من العوامل الرئيسية للنجاح التي يمكن أن تسمح للشركة بالتميز (انظر الجدول التحليلي 1).
- يتمتع القسم "معدات الرياضة والملابس والأحذية للترفيه" بقوة ميزة تنافسية بالإضافة إلى القسم "معدات وملابس وأحذية فنية". بينما يظهر القسم "الملابس والأحذية للمجموعات الرياضية" قوة ضعيفة للميزة التنافسية (انظر الجدول التحليلي رقم 2).

بعد التحليلات السابقة من الممكن تقديم مصفوفة الأنظمة التنافسية التالية:



المحور السابع: دراسة حالات عملية

دراسة الحالة رقم 02: تحليل القوى التنافسية

"تحليل القوى التنافسية في قطاع توزيع السلع الرياضية في فرنسا"

تعرض هذه الحالة الخصائص الرئيسية لقطاع توزيع السلع الرياضية بفرنسا. توزيع السلع الرياضية في فرنسا -الاتجاهات العامة، تصنيف الجهات الفاعلة الرئيسية في السوق، سلوك العملاء، الموردون المشاركين في القطاع، إلخ-

1. عرض الحالة:

في العقود التسعينية والألفية، شهد سوق الرياضة نمواً كبيراً في فرنسا، حيث أعلن 79% من الفرنسيين البالغين من العمر 15 عاماً فأكثر في عام 2004 ممارستهم لنشاط رياضي بانتظام، مقارنة بـ 69% في عام 1999. وفي عام 2006، اشترى 82% منهم منتجات رياضية، مما جعل فرنسا تصدر دول أوروبا في متوسط الإنفاق السنوي البالغ 360 يورو للفرد.

شهدت ممارسة الرياضة تحولاً نوعياً، حيث اتجه الاهتمام نحو الرياضات الترفيهية والخارجية في الطبيعة، بالإضافة إلى الرياضات التي يمارسها الأفراد مع العائلة أو الأصدقاء. على الرغم من هذا النمو الكبير، فإن مبيعات المنتجات الرياضية شهدت تباطؤاً واضحاً منذ بداية الألفينات، حيث تراجع معدل النمو إلى 4% في عام 2007، ويمكن تفسير ذلك بنضوج السوق والظروف المناخية وانخفاض الأسعار.

في مجال التوزيع، يتركز قطاع المنتجات الرياضية، حيث يستحوذ أول 20 لاعباً أوروبياً على أكثر من 50% من السوق الأوروبي بإيرادات تصل إلى 19 مليار يورو. المنتجات تنقسم إلى ثلاث فئات رئيسية: الملابس بنسبة 36%، الأحذية بنسبة 19%، والمعدات التقنية بنسبة 45%.

تأسست ديكاثلون عام 1986 ووسعت نطاق علامتها التجارية لتشمل مجموعات مثل Quechua و Tribord و Décathlon و Geologic و Kipsta و Domyos و Inesis. توظف حوالي 300 مهندس في البحث والتطوير، بينما تتعاون في التصنيع مع أكثر من 3000 مورد عالمياً. لم تكن ديكاثلون الوحيدة في تطوير علاماتها التجارية، حيث أطلقت Sport 2000 علامتها التجارية للملابس وزادت Go Sport جهودها في العلامات التجارية لتحقيق 30% من الإيرادات.

المحور السابع: دراسة حالات عملية

فيما يتعلق بالتوزيع، يمثل المتخصصون 75% من حصص السوق في عام 2006 مقارنة بـ 65% في عام 2000، بينما يمثل العاميون 25% في عام 2006 مقارنة بـ 35% في عام 2000.

الموزعون العامون تتكون الدوائر غير المتخصصة من متاجر تجزئة عامة لمعدات الشخص (الملابس الجاهزة، الأحذية، السوبرماركتات الكبرى، والبيع عن بُعد). على الرغم من تراجعهم في السوق خلال السنوات الأخيرة، فإن الموزعين العامين يشكلون 25% من حصص سوق منتجات الرياضة، ويتم التركيز بشكل رئيسي على المنسوجات. السوبرماركتات الكبرى مثل كارفور وأوشان تقدم مجموعة منتجات ضحيلة وغير تقنية بشكل رئيسي، حيث يكون التنافس الرئيسي على أساس السعر، مع التركيز على الملابس والأحذية، بالإضافة إلى الملحقات الموسمية للرياضات وأنشطة الاستجمام. أما المتاجر العامة للملابس الجاهزة والأحذية، فتنشأ من أشكال التجارة المتمركزة في وسط المدن وعلى الأطراف، وتمتلك حصة سوقية عامة تقدر بحوالي 15% (مثل Celio ، Gap ، H&M وغيرها). تقود تطورات الملابس الرياضية والإعلامية للرياضيين المحترفين إلى اتجاه العلامات التجارية نحو تدرج المنتجات التي تأتي من الملاعب والميادين الرياضية. يتم تحديد الأنشطة بشكل كبير بواسطة تحديد النطاقات بما يتناسب مع اتجاهات الموضة، وتشمل السياسات التجارية الأسعار وسرعة دوران النماذج والعلامة التجارية والمؤجلتخيراً، يشهد البيع عن بُعد (بما في ذلك التجارة الإلكترونية) قوياً في مجال الملابس الرياضية والاستجمام، حيث تكون المجموعة عموماً ضحيلة وغير تقنية، لكن يمكن العثور أيضاً على منتجات ذات تخصص عالي تتناسب مع توقعات متخصصة جداً.

العملاء

العملاء يمكن تصنيفهم حسب نوع ممارستهم للرياضة إلى ثلاثة أنواع رئيسية: الاكتشاف والتعريف، والحسية أو الأداء، والتنافسية أو الخبرة. الممارسون للرياضة بغرض الاكتشاف يبحثون عن المتعة والاسترخاء، ويفضلون المنتجات البسيطة والرخيصة والوظيفية. أما من يمارسون الرياضات الحسية أو الأداء، فيبحثون عن تجارب مكثفة ومنتجات تعزز صورتهم وانتمائهم إلى مجموعات معينة، مع تفضيلهم للمنتجات الفعالة والتميزة جمالياً وموضياً. أما الممارسون للرياضة التنافسية أو الخبرة، فيتطلعون إلى المنتجات التقنية التي تساعد في تحسين أدائهم، ويكونون متطلبين للغاية فيما يتعلق بالاستشارات والخدمات التقنية والتخصص.

المحور السابع: دراسة حالات عملية

الموردون:

يمكن تصنيف الموردّين لدى الموزّعين إلى نوعين رئيسيين: المقاولون الفرعيون والمصنعون للعلامات التجارية الكبرى مثل نايك، أديداس، ريبوك، وسالومون. يلجأ الموزعون إلى التعاقد مع المقاولين الفرعيين، خاصة في الإنتاج الخارجي، لتصنيع منتجاتهم النسيجية والأحذية في دول تتمتع بتكاليف عمالة منخفضة في المقابل، يتطوّر بعض الموزعين مثل ديكاتلون بشكل نشط في مجال الإنتاج، حيث يستحوذون على أجزاء كبيرة من العمليات التي كانت تُعتمد في الأصل على الموردّين.

على الرغم من ذلك، يظهر بعض الموردّين للمواد الخام التقنية كشركاء حاسمين للموزعين، نظرًا للحساسية هذا القطاع للابتكارات، مثل شركات مثل W. L. Gore & Associates التي تقدم تقنيات مثل Gore-Tex و Windstopper و SoftShell مما يساعد الموزعين في تحقيق تميّز كبير من خلال تطوير مزايا جديدة وفوائد إضافية لمنتجاتهم ذات العلامات الخاصة.

بالنسبة للعلامات التجارية الكبرى لمعدات الرياضة التي قد تعبر أحياناً عن استياء من خدمات الموزعين، فإنّها تطوّر استراتيجيات توزيع متقدمة تشمل مجموعات منتجات مخصصة لأنواع الشبكات التوزيعية، وتوفير حصرية للإطلاق لشبكات الخبراء، وافتتاح نقاط بيع خاصة بها.

المطلوب:

1. اشرح بإيجاز شريحة الموزعين المتخصصين المتكاملين، المنتسبين، والمتشعبين.
2. قم بتطبيق تحليل القوى التنافسية على شريحة الموزعين المتخصصين المتكاملين، المنتسبين، والمتشعبين. من خلال ذلك، قم بالتعليق على التداول بين قوة تفاوض العملاء والموردين، وشدة المنافسة الداخلية في القطاع، والتهديد الذي يشكله الدخول الجديد والمنتجات البديلة.
3. قدم ملخصاً بخصوص شدة التنافسية التي تسود في هذه الشريحة الاستراتيجية (الموزعين المتخصصين المتكاملين، المنتسبين، والمتشعبين).

المحور السابع: دراسة حالات عملية

شبكة تحليل 1: توصيف فئات الفاعلين

يهدف هذا الشبكة إلى تحديد وتوصيف كل فئات الفاعلين المعرفة من قبل مايكل بورتر في نموذجة للقوى التنافسية (العملاء، الموردین، المنافسين، الداخلين الجدد، المنتجات البديلة). بالنسبة لكل فئة، من الضروري شرح الفاعلين المتواجدين بإيجاز والتأكد من تجانس كل فئة من الفاعلين. على سبيل المثال، من الضروري التأكد من عدم وجود نوعين من الموردین قد يكون لديهم قوة تفاوض مختلفة على الشركات في القطاع أو الشريحة المعنية

1: توصيف فئات الفاعلين

نوع الفاعل	توصيف الفاعلين
الزبائن	يشير العميل هنا إلى المستهلك النهائي. يمكن تمييز فئتين من المستهلكين: الرياضيين الهواة أو العارضين والرياضيين المتحمسين أو الخبراء.
الموردون	يمكن تمييز ثلاثة أنواع من الموردین: المقاولون الخارجيون الذين يتولون تصنيع المنتجات الأساسية للعلامات التجارية الخاصة بالمال، ما تكون منتجات نسيجية أو أحذية؛ المقاولون الذين يتولون توفير المكونات التقنية للعلامات التجارية الخاصة (مثل نوع Gore-Tex)؛ الصناعيون الرياضيون (معدّات رياضية)، الموردون للمعدات ذات العلامة التجارية (نسيج، أحذية، معدات).
المنافسون	السؤال المطروح يتعلق تحديدًا بقطاع الموزعين المتخصصين المتكاملين، المنتسبين والمنموحين الامتياز. وبالتالي، فإن جميع المنافسين الذين يجب أخذهم في الاعتبار يشملون المجموعات المتكاملة (مثل ديكاتلون) المتخصصة في توزيع الأدوات الرياضية (نسيج، أحذية، ومعدات) وكذلك المستقلين الذين يتجمعون تحت علامة تجارية واحدة (مثل سبورت 2000).
الوافدون الجدد	لا يوجد وافدون جدد على القطاع
المنتجات البديلة	يمكن اعتبار العروض البديلة لتوزيع الأدوات الرياضية كمنتجات بديلة: المتخصصون في العلامة الواحدة أو المستقلون، الموزعون العامون المتنوعون في معدات الرياضة (المُتاجر الكبيرة للمواد الغذائية ومتاجر الملابس الجاهزة).

المحور السابع: دراسة حالات عملية

2: تقييم تأثير الجهات الفاعلة الموجودة

نوع التأثير	المعايير المستخدمة	تشخيص التأثير
التنافس داخل القطاع	- معدل نمو منخفض (أو حتى ركود) - تركيز قوي إلى حد ما في القطاع المعني - تكاثر الابتكارات (المفاهيم ونقاط البيع)	تنافس قوي
الموردون المتعاقدون الأساسيون	- الموردون متفرقون - المنتجات موحدة - سهولة كبيرة في نقل الشركات في القطاع - قدرة متزايدة على الاندماج في الخط الأول للموزعين (MDD) - جودة منخفضة مرتبطة	قوة تفاوض منخفضة
الموردون (المقاولون للمكونات التقنية)	- جودة عالية جداً مرتبطة - قدرة ضعيفة على نقل الشركات للموزعين - قدرة ضعيفة على الاندماج في الخط الأول للموزعين	قوة تفاوض كبيرة
الموردون (العلامات التجارية الكبيرة)	- جودة عالية مرتبطة - اندماج خط الإنتاج النهائي للمعدات - صعوبة نقل الشركات للموزعين - قطاع المعدات نسبياً مركز	قوة التفاوض كبيرة
العلاء الهواة - الرياضيون العارضون	- منتج موحد (جودة منخفضة مرتبطة) - سهولة كبيرة في النقل	قوة تفاوض متوسطة
العلاء الخبراء/المحترفون	- عرض متخصص (خدمة، تقنية) - سهولة نقل ضعيفة بما يكفي - لكن مستوى الطلب عالي	قوة تفاوض متوسطة
الوافدون الجدد	- حواجز قوية للدخول (شدة الرأسمال، الشهرة وولاء العميل) - خطر رد فعل قوي	تهديد ضعيف
المنتجات البديلة (الجاهزة للارتداء والأحذية)	- قابلية استبدال قوية للمنتجات "النسيجية" و "الأحذية" استخدام المعدات الرياضية في الحياة اليومية (توازن بين الفوائد والتكاليف (تأثير الأزياء والعلامة التجارية)	تهديد متوسط ولكن متزايد للمنسوجات والأحذية
المنتجات البديلة (علامة واحدة)	- قابلية استبدال قوية للعلامات التجارية الكبيرة - توازن بين الفوائد والتكاليف (تأثير الأزياء والعلامة التجارية)	تهديد متوسط ولكن متزايد للمنسوجات والأحذية
المنتجات البديلة (المناجر الكبيرة للمواد الغذائية)	- قابلية استبدال ضعيفة (تشكيلة ضيقة وسطحية) - توازن بين الجودة والسعر (تنافسية السعر)	تهديد معتدل (باستثناء المنتجات النسيجية الأساسية)

المحور السابع: دراسة حالات عملية

الإجابة على الأسئلة المطروحة:

1. شرح شريحة الموزعين المتخصصين المتكاملين، المنتسبين، والمتشعبين.

قطاع التجارة المتخصصة المتكاملة والمتوافقة والمفوضة يجمع بين الشركات المتكاملة مثل ديكاثلون والمتاجر الفردية المجمعة تحت علامة تجارية مثل سبورت 2000. الشركات المتكاملة تهيمن على القطاع بنسبة تقارب 47% وتتمتع بدعم قوي من مجموعات كبيرة مما يسمح لها بوجود جغرافي واسع وقوة شرائية كبيرة وعلامات تجارية خاصة. أما الشركات المفوضة فهي شركات فردية مجمعة تحت علامة تجارية واحدة، تستفيد من انضمامها إلى مراكز الشراء للحصول على شروط تفاوض مفضلة ووصول إلى علامات تجارية خاصة واستشارات في التسويق وتنظيم المتاجر.

2. ملخص حول شدة المنافسة في القطاع:

في قطاع توزيع مستلزمات الرياضة (الشريحة التي تشمل الموزعين المتخصصين المتكاملين والمنتسبين لشبكات التوزيع والفرانشايز)، تكون شدة المنافسة مرتفعة بشكل كاف. فعلى الرغم من أن تهديد دخول منافسين جدد ضعيف (نظراً لاهتمام البوابات الكبيرة بالدخول)، إلا أن التنافس داخل القطاع شديد للغاية ويتزايد، نظراً لتباطؤ نمو السوق. بالإضافة إلى ذلك، يمكن لبعض الموردين (كبار مجوهرات زي معدات الرياضة أو موردي المكونات الحرجة للعلامات التجارية الخاصة) فرض شروطهم على الموزعين على الرغم من التكامل المتزايد للموزعين في مراحل التصنيع. وأخيراً، يتعرض القطاع الذي يضم الموزعين المتخصصين المتكاملين والمنتسبين لشبكات التوزيع والفرانشايز لهجمات بشكل خاص من قبل موزعي الملابس الجاهزة الرياضية والموزعين للعلامات التجارية الفردية في فئات الملابس والأحذية الرياضية.

المحور السابع: دراسة حالات عملية

دراسة الحالة رقم 3: تقييم إستراتيجية الاستحواذ (حالة شركة أيلان Elan)

أولاً: عرض الحالة:

أمام تطور شركات الأدوية العالمية مثل غلاكسو ويلكم، نوفارتيس، وأفانتيس ريسيرش تكنولوجيز، نتيجة لسياق واسع من الاندماجات بين الشركات، تجد شركات الأدوية نفسها غالباً ما تكون مضطرة لمشتع للحصول على حجم نقدي كافٍ لدعم نموها. هذه الشركات لا تجد مساحة كبيرة بين عمالقة الإنتاج والتوزيع والشركات الناشئة الصغيرة ذات التكنولوجيا الحيوية المتقدمة. هذا الموقف يكون أكثر حدة في صناعة الأدوية التي تتطلب رأسمالاً عالياً للدخول إلى السوق والبقاء فيه. إلى جانب العقبات الاقتصادية، هناك قيود أخرى مثل اللوائح التي تنظم الملكية الفكرية. ومع ذلك، في إيرلندا، تبرز شركة كاستن، حيث نجحت في الصمود ثم التأسيس كلاعب رئيسي في القطاع، برغم حجمها المتواضع واستراتيجيتها المتميزة للتطوير. هذه القصة تسلط الضوء على رحلة هذه الشركة الفريدة التي حطمت القواعد التنافسية المعتادة في القطاع، وتركز بشكل خاص على بدايتها واختياراتها للتنمية. شركة إيلان كوربوريشن في الواقع أثبتت أن استراتيجية النمو الخارجي الذكية يمكن أن تسهم في ازدهار الشركة بأساليب إدارة مختلفة ومبتكرة.

شركة Elan أيلان ومراحل تطورها:

Elan نجحت في التأسيس والنمو من خلال تطوير تقنيات متقدمة لتكوين الأدوية في السبعينات والثمانينات، مما شملت كبسولات الإطلاق المبرمج وصيغ أخرى لزيادة فعالية الأدوية وتمديد فترة تأثيرها. الشركة استفادت من نموذج الإتاوات لتقليل استثمارات رأس المال اللازمة، حيث تتكفل شركات العملاء بتكاليف التطوير.

في أواخر الثمانينات، قررت **Elan** تعزيز قدراتها بإنشاء مختبر البحث والتطوير الخاص بها لتعزيز مراقبتها على تطلعات السوق.

توسعت الشركة بشكل كبير في منتصف التسعينات من خلال استحواذها على **Athena** نيوروساينس، مما يعكس توجه نحو الابتكار والتوسع في القطاع الدوائي.

في شركات الأدوية والشركات المبتكرة الصغيرة المتعلقة التكنولوجيا الحيوية. في الواقع، فإن المخاطر العالية وتكاليف التطوير الهائلة تدفع الشركات الكبيرة إلى البحث عن تأثيرات كبيرة (تحقيق وفورات في التكاليف) بين المنافسين. تفضل معظم شركات المستحضرات الصيدلانية تقديم حلول جديدة جذرية لشركات التكنولوجيا الحيوية ومختبرات الأبحاث وبالتالي، نحن نشهد في هذا المجال تطوير العديد من التحالفات مع الشركات المبتكرة ويفضل التحالفات عموماً لعمليات الاندماج والاستحواذ.

هذا ما يفسر جزئياً الصعوبة التي واجهتها هذه المجموعات في الحفاظ على المبادرة والديانة الفنية للكيانات المكتسبة.تتصف التسعينات، قررت الإدارة اتخاذ خطوة جديدة طموحة بشكل خاص بدأت مع الاستحواذ على الشركة **Athena** من خلال تبادل

المحور السابع: دراسة حالات عملية

الأسهم التي تقدر بـ 638 مليون دولار. علاوة على ذلك ، شهد القطاع الصيدلاني خلال هذه الفترة تعزيز الروابط بين الشركات ، بما في ذلك عمليات الدمج والاستحواذ بين المنافسين وتهيئة العديد التحالفات بين بعض.

في إطار هذه الحركات الاستراتيجية، قررت شركة إيلان الإيرلندية الصغيرة الرهان على استحواذ شركة Athena التي تمتلك صفات تكنولوجية وتجارية أساسية لضمان استمرارية أعمالها. تتمتع Athena مكانة متميزة داخل القطاع الصيدلاني نظراً لخصائصها القوي وطابعها الحديث الذي لم تستفد منه المجموعات الكبرى. يهدف الاستحواذ على Athena أيضاً إلى تعزيز العلاقات التعاونية بين الشركتين، من خلال دمج الأنشطة وبناء كيان تجاري متكامل.

تشمل هذه التحركات تغييرات جوهرية في الممارسات الإدارية لتوافق صفات شركة إيلان في تطوير وإنتاج الأدوية مع قدرات الكيان المكتسب في المجال التجاري. تمثل الاستحواذ على شركة Neurex لشركة مينلو بارك خطوة استراتيجية أخرى، حيث ساهم في تحقيق نجاحات مالية وإدارية كبيرة من خلال تطوير أدوية مسكنة للألم وتقليل التكاليف.

رغم حجم الآثار الاقتصادية لهذه الاستحواذات، تفضل إدارة إيلان في هذه المرحلة الحفاظ على هيكل مرن وتجنب البيروقراطية، مع التركيز على روح المبادرة وتطوير التقنيات الجديدة، مما يعزز من مكانتها في صناعة الأدوية بالتعاون مع شركات التكنولوجيا الحيوية الكبرى كروش ونوفارتيس.

الأسئلة:

تتعلق الأسئلة بشكل أساسي بسياسة الاستحواذات التي تنتهجها شركة Elan منذ منتصف التسعينيات. وتهدف إلى تسليط الضوء على خصائص هذه السياسة من حيث الدوافع وأساليب الاندماج.

1. فيما يتعلق بشراء شركة Athena

2. فيما يتعلق بشراء Neurex

3. فيما يتعلق بشراء nano system

أولاً: فيما يتعلق بشراء شركة Athena

1.دوافع العملية:

- يخدم استحواذ شركة أثينا أهدافاً استراتيجية هجومية.
- يهدف بشكل خاص إلى تحقيق كفاءات استراتيجية بسرعة في مجالات عدة مثل (براءات الاختراع) والتوزيع (التوزيع).
- ينقل هذا الاستحواذ شركة Elan من شركة إنتاج أدوية إلى شركة صيدلانية متكاملة تماماً، تغطي كل شيء من تطوير المنتجات إلى تسويقها.
- تغطية القيمة بالكامل، مع الحصول على سيطرة أفضل على الفروع. حيث كانت شركة أثينا تمتلك البراءات والتوزيع ولكنها تفتقر إلى قدرات الإنتاج والتطوير التي تميزت بها شركة Elan .

المحور السابع: دراسة حالات عملية

■ هذه الاستراتيجية التنموية وفرت لمبادرة المشروع عدة مزايا، منها: السيطرة على مصادر الابتكار، زيادة القوة التفاوضية للشركة،

تقليل الاعتماد على الجهات الفاعلة الأخرى في الفروع، والقدرة على تحقيق القيمة التجارية للمنتجات بفضل الكفاءات التسويقية الهامة وشبكة التوزيع الواسعة.

2. خصائص عملية الاستحواذ على Athéna

- **عملية عالية المخاطر:** عملية استحواذ Athéna هي الأولى لشركة Elan، ما يجعلها خطوة جريئة دون خبرة سابقة في إدارة هذا النوع من العمليات.

- **تنويع هذه العملية** تنطوي على إدخال مجالات جديدة وغير مألوفاً للشركة، مما يمثل تحدياً كبيراً.

- **نوع التكامل:** الاستحواذ يتسم بأنه تكامل عمودي، وهو أمر غير مألوفاً في القطاع الذي كان يتجه نحو التكامل الأفقي لتخفيض التكاليف وزيادة القوة السوقية.

- **تأثير استراتيجي كبير:** عملية الاستحواذ تحدث تغييراً جذرياً في هيكل الشركة ونطاق أنشطتها، حيث تمكنت Elan من التحول إلى شركة متكاملة في قطاع الأدوية، مشابهة لكبرى الشركات في هذا المجال.

- **الحاجة إلى مهارات إدارية خاصة:** نجاح العملية مرتبط بإدخال مهارات إدارية جديدة ونادرة، مثل تجربة وخبرة John Groom، الذي يلعب دوراً حيوياً في نقل Elan إلى مستوى جديد من التكامل التجاري والعلاقات.

- **تفادي المنافسة المباشرة:** تخصص Athéna في منتجات مكملية وليس منافسة مباشرة لمنتجات الشركات التقليدية، ما يقلل من مواجهة المنافسة المباشرة.

- **عملاء جدد:** هذه المنتجات المكملية جلبت عملاء جدد لـ Elan من بين الشركات الكبرى.

3. طريقة التكامل المعتمدة

إن تكامل شركة Athéna ضمن الهيكل التنظيمي الجديد يتسم بما يلي:

- **اعتماد استراتيجي قوي:** يتميز التكامل بوجود اعتماد استراتيجي قوي على القدرات المحددة لشركة Athéna، بهدف الابتكار في الجوانب الإدارية والتجارية.

- **الحاجة إلى الاستقلالية الثقافية:** يتطلب التكامل منح درجة كبيرة من الاستقلالية الثقافية للشركة المستحوذ عليها، مما يضمن الحفاظ على قيمها وطرق عملها الخاصة.

- **بناءً على هذه العناصر،** تعتمد سياسة التكامل على منطق التعايش التكاملي (Symbiose)، حيث يتم التركيز على تعزيز التكامل بين الجوانب المختلفة للكيانين مع الحفاظ على استقلالية الثقافات التنظيمية.

المحور السابع: دراسة حالات عملية

ثانياً: فيما يتعلق بالاستحواذ على شركة Neurex

1. **دوافع الاستحواذ:** يعكس الاستحواذ على شركة Neurex استراتيجية الاستحواذ على براءات الاختراع التي أصبحت ممكنة بفضل السيولة المالية الإيجابية والعقود طويلة الأجل مع المجموعات الصيدلانية الكبرى في مجال علم الأعصاب (Neurex). إنها سياسة لاستكشاف مجالات جديدة بتكاليف ما زالت معقولة قبل طرح المنتجات في السوق. لذلك، فإن العملية تستجيب لدوافع استراتيجية تهدف إلى اتخاذ موقع في أسواق جديدة وواعدة.

2. طريقة التكامل المعتمدة: عدة عناصر تشير إلى أن التكامل يتبع نهج "الحفاظ":

- يتم تكامل Neurex ضمن منطق استكشاف أنشطة جديدة غير مرتبطة بالنشاط الأساسي للشركة المستحوذ. يهدف ذلك إلى الانفتاح على مجالات عمل جديدة تتطور بجانب الأنشطة الأخرى للمجموعة، دون رغبة الإدارة في إنشاء روابط مهمة بين الكيانات المستحوذ عليها والشركة المستحوذ (اعتماد استراتيجي ضعيف).
- سيتم منح الكيان المستحوذ عليه مستوى عالٍ من الاستقلالية الثقافية والتنظيمية: الحفاظ على حدود المنظمة وأنشطتها، الاستقلالية في اتخاذ القرارات، المساءلة، عدم إعادة التنظيم وإعادة الهيكلة، الحفاظ على الموظفين، الاحتفاظ باسم الشركة.
- إن تكامل شركة Neurex ضمن الهيكل التنظيمي الجديد يتميز بوجود اعتماد استراتيجي ضعيف وحاجة قوية للاستقلالية الثقافية الممنوحة للكيان المستحوذ عليه. لذلك، فإن سياسة التكامل المتبعة تعتمد على منطق "الحفاظ".

ثالثاً: فيما يتعلق بشراء Nano Systems

1. **دوافع الاستحواذ:** يعكس الاستحواذ على شركة Nano Systems استراتيجية تهدف بشكل أساسي إلى إعادة تنشيط النشاط الأصلي الذي كان يميل إلى الركود ويواجه مشكلات إدارية بشرية حساسة. لذلك، فإن اختيار الاستحواذ على Nano Systems هو إجراء استراتيجي قوي يهدف إلى تجديد الشركة المستحوذ في مجال وصل إلى مرحلة النضج وبخفاً عن مزايا تنافسية جديدة.

2. طريقة التكامل المعتمدة: عدة عناصر تشير إلى أن التكامل يتبع نهج "التكامل التعاوني":

- المهارات التي تم دمجها ليست في منافسة مباشرة مع تلك التي طورتها الشركة المستحوذ، مما يسمح بتجنب مخاطر التكرار والتداخل التي كانت تتطلب سياسة ترشيد.
- يتم تكامل Nano Systems ضمن منطق الاعتماد الاستراتيجي القوي بين الكيانين ويهدف إلى تعزيز القطاع الأولي لشركة Elan، من خلال البحث عن مزايا تنافسية جديدة ومميزة في إطار تجديد المهارات الرئيسية.
- يهدف إدماج Nano Systems إلى تجديد قدرات الشركة في مجال لم تعد الشركة المستحوذ قادرة على إيجاد حلول مبتكرة أو ذات قيمة فيه بمفردها. لذلك، تعتمد الشركة المستحوذ بشكل كبير على مزايا الشركة المستحوذ عليها لإنشاء قطاع قوي من المهارات في السوق.

المحور السابع: دراسة حالات عملية

- هناك تقدير كبير لصفات الشركة المستحوذ عليها مع تعيين رئيس Nano Systems كرئيس لفرع إدارة الأدوية في الكيان الجديد.

تم منح الكيان المستحوذ عليه مستوى عالٍ من الاستقلالية الثقافية والتنظيمية: الحفاظ على حدود المنظمة وأنشطتها، الاستقلالية في اتخاذ القرارات، المساءلة، عدم إعادة التنظيم وإعادة الهيكلة، الحفاظ على الموظفين، الاحتفاظ باسم الشركة...

○ إن تكامل شركة Nano Systems ضمن الهيكل التنظيمي الجديد يتميز بوجود اعتماد استراتيجي قوي (تقدير الصفات المميزة للكيان المستهدف بهدف الابتكار) وحاجة قوية للاستقلالية الثقافية الممنوحة للكيان المستحوذ عليه. لذلك، فإن سياسة التكامل المتبعة تعتمد على منطق "التكامل التعاوني".

رابعاً: تقييم استراتيجية الاستحواذ لشركة Elan

- ما هي المزايا الخاصة التي مكنت شركة Elan من تنفيذ سياستها في النمو؟ وما هي العوامل التي تفسر نجاحها الاستثنائي؟

تمكنت شركة Elan من تنفيذ سياستها في النمو بنجاح بفضل عدة مزايا وعوامل، أبرزها:

- تنفيذ عدة عمليات استحواذ استراتيجية: لم تكن هذه الاستحواذات مالية بحتة أو انتهازية، بل كانت تتميز بنية هجومية قوية وتعتمد على منطق الابتكار والتنبؤ.

- القدرة على فرض نفسها بسرعة: استطاعت Elan بسرعة أن تصبح مجموعة صيدلانية متكاملة بدون الدخول في مواجهات مباشرة مع المجموعات الصيدلانية القائمة، وذلك من خلال البحث عن مجالات تخصصية.

- سيولة نقدية إيجابية عالية: مكنت الشركة من توفير الأموال اللازمة لتسويق المنتجات التي تطورها الشركات المستهدفة والتي تبحث عن رأس المال.

- التواضع والتقدير للشركات المشتراة: أظهرت Elan كبراً كبيراً للكيانات المشتراة، مع الاعتراف بقدراتها واحترامها. كانت قادرة على التعلم من الشركاء المكتسبين ومنحهم الثقة، مع توفير درجة عالية من الاستقلالية واللامركزية في اتخاذ القرارات. لذلك، اختارت سياسات تكامل تعتمد على الحفاظ أو التعايش بدلاً من الاندماج الكامل.

- التركيز على الفرق القائمة والقيمة الإنسانية: راهنت Elan على الفرق الموجودة وأفرادها، معتبرة أن القيمة البشرية هي الثروة الأساسية في عمليات النمو الخارجي. ساهمت هذه السياسة في تزويد الشركة بمهارات خاصة تمكنها من تحديد وفهم الابتكارات ذات الإمكانيات التجارية العالية وإنشاء علاقات منظمة مع الشركات الناجحة في إطار عمليات الاستحواذ أو التحالفات، مما زاد من سمعتها وقدراتها التجارية.

المحور السابع: دراسة حالات عملية

دراسة الحالة رقم 04: تحليل المجموعات الاستراتيجية

- دراسة حالة المنافسين الرئيسيين في قطاع تصنيع المعدات الرياضية في الهواء الطلق -

تدرس هذه الحالة المنافسين الرئيسيين في قطاع تصنيع المعدات الرياضية في الهواء الطلق بعد عرض موجز لكل من الشركات يتم اقتراح عدد من المؤشرات التي تعكس الخيارات الاستراتيجية وأداء كل منهم ابتداءً من هذه البيانات ونقوم بتحليل حسب نموذج المجموعات الاستراتيجية

1. عرض الحالة

ينقسم السوق العالمي لمعدات الرياضة إلى عائلتين رئيسيتين: سوق الأنشطة الخارجية (outdoor) الذي يُقدَّر بحوالي 42 مليار دولار، وسوق الرياضات في الملاعب واللياقة البدنية، الذي يُقدَّر بحوالي 80 مليار دولار. يشير قطاع الأنشطة الخارجية إلى مجموعة من الأنشطة التي تمارس في الهواء الطلق، خارج الملاعب وبدون زي رسمي، ضمن خمسة مجالات مختلفة:

1. الأبيض: الرياضات الثلجية (مثل التزلج على الجليد، التزلج بالألواح، إلخ).
2. البني: الرياضات الجبلية (مثل المشي الجبلي، التسلق، إلخ).
3. الأخضر: الرياضات الخارجية في الأرياف (مثل الجولف، التخييم، إلخ).
4. الأزرق: الرياضات المائية (مثل الغوص، ركوب الأمواج، إلخ).
5. الرمادي: الرياضات الحضرية (مثل التزلج بالألواح في الشوارع، إلخ).

في هذه المجالات المختلفة، يجمع القطاع المعدات، الملابس، الأحذية، والإكسسوارات اللازمة لممارسة هذه الرياضات. يمثل قطاع الأنشطة الخارجية أكثر من 30% من السوق العالمي لمعدات الرياضة ويتميز بديناميكية قوية في معدلات النمو. يرافق هذا النمو القوي للسوق ظاهرة الاندماج والتركيز التي زادت مع تكاثر عمليات النمو الخارجي خلال العقد الأول من الألفية الثانية.

نقدم فيما يلي بإيجاز بعضاً من أبرز الفاعلين في القطاع (البيانات مأخوذة من التقارير السنوية للمجموعات لعام 2005).

المحور السابع: دراسة حالات عملية

Adidas

أديداس، المنافس لنظيرتها نايك في سوق معدات الرياضة، تؤكد بوضوح طموحها في أن تصبح الرقم واحد عالمياً في مجال الرياضة. مع تواجدها الكبير في أوروبا، حيث تحقق 3,154 مليون يورو من إيرادات المبيعات، تتخصص الشركة بشكل أساسي في الأحذية الرياضية، حيث تحقق 2,957 مليون يورو من إيرادات المبيعات. الجدول التالي يقدم مجموعة من المعلومات المختلفة المتعلقة بشركة أديداس.

نسبة الإيرادات المحققة في القطاع	11%
عدد موظفي الشركة:	15,935
المجالات المغطاة	الأخضر، البي، الأزرق
الإيرادات	6570 مليون أورو
صافي الربح	390 مليون أورو

Aigle

تأسست شركة أيجل في عام 1853، وبدأت في تصنيع منتجات مقاومة للماء مصنوعة من المطاط مع فلسفة تتمثل في حماية الإنسان في الطبيعة. تتواجد الشركة بشكل كبير في أوروبا، حيث تحقق إيرادات قدرها 100 مليون يورو، وتتخصص بشكل رئيسي في المنسوجات، حيث تحقق 60 مليون يورو من الإيرادات. الجدول التالي يقدم مجموعة من المعلومات المختلفة المتعلقة بشركة أيجل.

نسبة الإيرادات المحققة في القطاع	100%
عدد موظفي الشركة:	680
المجالات المغطاة	الأخضر، البي، الأزرق، الأبيض
الإيرادات	120 مليون يورو
صافي الربح	5 مليون يورو

Billabong

تأسست شركة بيلابونغ في عام 1974، وتصمم وتنتج وتوزع الملابس والإكسسوارات الرياضية في مجال ركوب الأمواج والتزلج على الألواح. تتواجد الشركة في أكثر من مائة دولة، وتحقق غالبية إيراداتها في منطقة الأمريكيتين (394 مليون دولار من الإيرادات) وتركز على المنسوجات (785 مليون دولار من الإيرادات). الجدول التالي يقدم مجموعة من المعلومات المختلفة المتعلقة بشركة بيلابونغ.

المحور السابع: دراسة حالات عملية

نسبة الإيرادات المحققة في القطاع	100%
عدد موظفي الشركة:	1340
المجالات المغطاة	الأزرق، الرمادي
الإيرادات	843 مليون دولار
صافي الربح	125 مليون دولار

Columbia

شركة كولومبيا للملابس الرياضية هي شركة متخصصة في تصميم وتصنيع وتوزيع منتجات الأنشطة الخارجية. تتواجد في خمسين دولة، وتوزع منتجاتها عبر أكثر من 12,000 نقطة بيع، وتحقق غالبية إيراداتها في منطقة الأمريكيتين (791 مليون دولار من الإيرادات). تركز الشركة على المنسوجات (890 مليون دولار من الإيرادات). الجدول التالي يقدم مجموعة من المعلومات المتعلقة بشركة كولومبيا.

نسبة الإيرادات المحققة في القطاع	100%
عدد موظفي الشركة:	2387
المجالات المغطاة	الأخضر، البني
الإيرادات	1155 مليون دولار
صافي الربح	130 مليون دولار

Lafuma

تأسست شركة لافوما في عام 1930 لتصنيع حقائب الظهر، وتركز اليوم استراتيجيتها على أولويتين: تطوير تنوع العلامات التجارية والمجالات مع قطاع التزلج، الذي نشأ بفضل استحواذها على شركة أوكسبو، وزيادة النمو في الإيرادات على الصعيد الدولي في أوروبا وآسيا. تتواجد الشركة بشكل كبير في أوروبا، حيث تحقق 180 مليون يورو من الإيرادات، وتخصص بشكل رئيسي في المنسوجات حيث تحقق 107 مليون يورو من الإيرادات. الجدول التالي يقدم مجموعة من المعلومات المتعلقة بشركة لافوما.

نسبة الإيرادات المحققة في القطاع	100%
عدد موظفي الشركة:	1911
المجالات المغطاة	الأخضر، البني، الأزرق، الأبيض
الإيرادات	202 مليون يورو
صافي الربح	9 مليون يورو

Nike

نيلك هي أكبر شركة في العالم لتوريد معدات الرياضة، وتخصصت نايك في صناعة الأحذية والملابس ومعدات الرياضة. الشركة ليست لديها حضور كبير في قطاع الأنشطة الخارجية حتى الآن. يحقق المجموعة غالبية إيراداتها في

المحور السابع: دراسة حالات عملية

منطقة الأمريكيتين (5,825 مليون دولار من الإيرادات)، وتركز الشركة على صناعة الأحذية (8,587 مليون دولار من الإيرادات). الجدول التالي يقدم مجموعة من المعلومات المختلفة المتعلقة بنايك.

نسبة الإيرادات المحققة في القطاع	%8
عدد موظفي الشركة:	26000
المجالات المغطاة	الأخضر، الأزرق، الرمادي
الإيرادات	13740 مليون دولار
صافي الربح	1212 مليون دولار

Quiksilver

يُعرف كويك سيلفر كزعيم عالمي في قطاع الأنشطة الخارجية ويتواجد في تسعين دولة، وتنشط هذه الشركة الأسترالية في جميع مجالات الأنشطة الخارجية وجميع فئات المنتجات، مما يجعلها مجموعة متعددة العلامات التجارية والمجالات، خاصة بعد استحواذها على روسينيول في عام 2005 حلى الرغم من أن دمج روسينيول يبدو صعباً. تتواجد الشركة بشكل كبير في أمريكا الشمالية، حيث تحقق 844 مليون يورو من الإيرادات، وتخصص الشركة بشكل رئيسي في المنسوجات حيث تحقق 1,175 مليون يورو من الإيرادات. الجدول التالي يقدم مجموعة من المعلومات المختلفة المتعلقة بشركة كويك سيلفر.

نسبة الإيرادات المحققة في القطاع	%100
عدد موظفي الشركة:	8000
المجالات المغطاة	الأخضر، الأزرق، الأبيض، الرمادي، البني
الإيرادات	1780 مليون يورو
صافي الربح	107 مليون يورو

Timberland

تأسست شركة تيمبرلاند الأمريكية في عام 1918 وهي حالياً متواجدة دولياً بمجموعة واسعة من المنتجات المرتبطة بالأنشطة الخارجية مثل الأحذية والملابس والاكسسوارات وغيرها. تركز أولويات المجموعة على تعزيز قطاع الأحذية، وتوسيع مجموعة المنسوجات، وتطوير التوسع الدولي. تحقق المجموعة غالبية إيراداتها في منطقة الأمريكيتين (872 مليون دولار من الإيرادات)، وتركز الشركة على صناعة الأحذية (1,240 مليون دولار من الإيرادات). الجدول التالي يقدم مجموعة من المعلومات المختلفة المتعلقة بشركة تيمبرلاند.

نسبة الإيرادات المحققة في القطاع	%100
عدد موظفي الشركة:	5300
المجالات المغطاة	الأخضر، الأبيض

المحور السابع: دراسة حالات عملية

الإيرادات	1588 مليون دولار
صافي الربح	165 مليون دولار

المطلوب:

1. تحديد المتغيرات الاستراتيجية: قائمة بالمتغيرات الاستراتيجية التي تعتبرها مميزة ومفصلة لتحديد الموقف الاستراتيجي لشركات قطاع الأنشطة الخارجية. اوصفوا طبيعتها (متغير سلوكي أو أداء).
- المتغيرات السلوكية مثل التوجهات التكتيكية والاستراتيجية للشركات في قطاع الأنشطة الخارجية.
- المتغيرات الأدائية مثل الإيرادات السنوية، الأرباح الصافية، نسبة النمو، حصة السوق.
2. اقتراح مجموعات من المتغيرات: مجموعات من المتغيرات التي يمكن استخدامها لبناء خرائط لمجموعات استراتيجية.
- مثال: نسبة الإيرادات المحققة في قطاع الأنشطة الخارجية، الأرباح الصافية، عدد الموظفين، المجالات المغطاة.
3. تحديد مواقع الشركات على الخرائط: وضع الشركات على الخرائط للمجموعات الاستراتيجية المختارة.
- استخدم البيانات المتاحة لوضع الشركات على خرائط المجموعات الاستراتيجية المعتمدة.
4. التعليق على النتائج.
- قدم تحليلاً لمواقع الشركات وتفسيرات لماذا تم وضعها في هذه المجموعات الاستراتيجية؟
تحليل الحالة:

○ شبكة التحليل 1: تحديد وتوصيف المتغيرات الرئيسية لتحديد الموقف الاستراتيجي

هنا يتعين علينا تحديد المتغيرات الاستراتيجية الأكثر إضاحاً للسلوك، والموقف الاستراتيجي، أو الأداء للشركات بناءً على المعلومات المتاحة، نختار ست متغيرات تم تعريفها كما يلي. يتم قياس الأداء التجاري بواسطة نسبة صافي الربح / الإيرادات السنوية.

نوع المتغير (مقياس سلوكي أو معيار أداء)	تميز المتغير
التركيز على الأنشطة الخارجية (حصة إيرادات الأنشطة الخارجية)	مقياس سلوكي
التركيز على الأنشطة الفرعية (عدد الأنظمة المغطاة)	مقياس سلوكي
الإيرادات	مقياس سلوكي
التركيز الجغرافي (المنطقة السائدة كنسبة من الإيرادات)	مقياس سلوكي
التركيز على المنتج (نوع المنتج السائد كنسبة من الإيرادات)	مقياس سلوكي
الأداء التجاري (صافي الربح / الإيرادات السنوية)	مقياس أداء

المحور السابع: دراسة حالات عملية

○ شبكة التحليل 2: تقييم المتغيرات المحددة لكل شركة

بعد تحديد المتغيرات التمييزية لشركات قطاع الأنشطة (انظر شبكة التحليل 1)، من الضروري تحديد وتحليل وضع واختيارات الشركات على هذه المتغيرات.

الشركة	الأنشطة الخارجية (%)	التركيز على الأنظمة المغطاة	الإيرادات (مليون)	التركيز الجغرافي (%)	التركيز على المنتج (%)	التجاري (%)
أديداس	11	3	6,570	48	45	5.9
أيجل	100	4	120	83	50	4.2
بيلابونج	100	2	843	46.7	93.1	14.8
كولومبيا	100	2	1,155	68.5	77	11.25
لافوما	100	4	202	89.1	53	4.5
نايك	8	3	13,740	42.4	62.5	8.8
كويك سيلفر	100	5	1,780	47.4	66	6
تيمبرلاند	100	2	1,588	54.9	78.1	10.4

الإجابة على الأسئلة المطروحة

1. المتغيرات الاستراتيجية التمييزية :

- التركيز على القطاع الخارجي (Focalisation outdoor): نسبة الإيرادات التي تحققها الشركة من القطاع الخارجي. وهذا متغير سلوكي.

- التركيز على الأقسام (Focalisation univers): عدد الأقسام (مجالات النشاط) التي تغطيها الشركة. وهذا متغير سلوكي.

- الإيرادات (CA): إجمالي الإيرادات التي تولدها الشركة. وهذا متغير سلوكي.

- التركيز الجغرافي (Focalisation géographique): توزيع الإيرادات جغرافياً، معرباً عن النسبة المئوية للمنطقة الرئيسية. وهذا متغير سلوكي.

المحور السابع: دراسة حالات عملية

- التركيز على المنتج (Focalisation produit): نسبة الإيرادات المخصصة لنوع معين من المنتجات. وهذا متغير سلوكي.

- الأداء التجاري (Performance commerciale): نسبة صافي الربح إلى الإيرادات، والتي تقيس كفاءة الإدارة المالية للشركة. وهذا متغير أداء.

تساعدنا هذه المتغيرات في فهم أفضل للموضع الاستراتيجي لكل شركة في قطاع الأنشطة الخارجية، من خلال تقييم خياراتها الاستراتيجية وأدائها المالي.

2. اقتراحات لتوظيف مجموعات متغيرات لبناء خرائط للمجموعات الاستراتيجية:

مجموعة استراتيجية بناءً على المتغيرات السلوكية:

- التركيز على القطاع الخارجي (رقم الأعمال المحقق)

- التركيز على أنواع الأقسام المغطاة

مجموعة استراتيجية بناءً على المتغيرات السلوكية الأخرى:

- الإيرادات

- التركيز الجغرافي

مجموعة استراتيجية بناءً على مجموعة متغيرات تتضمن متغير الأداء

- الأداء التجاري

- التركيز على أنواع الأقسام المغطاة

مجموعة استراتيجية بناءً على مزيج من أداء وسلوك:

- الأداء التجاري

- التركيز على أنواع المنتجات

تُعتبر هذه الخرائط أداة تحليلية تساعد في فهم كيفية توزيع الشركات داخل السوق باستخدام مجموعات من المتغيرات، مما يساعد على تحديد الأنماط الاستراتيجية وتحليل تموضع الشركات في القطاع.

3. تحديد مواقع الشركات على الخرائط: وضع الشركات على الخرائط للمجموعات الاستراتيجية المختارة

المحور السابع: دراسة حالات عملية

بناءً على تحليل استراتيجي وتموضع الشركات في القطاع، يمكن تقسيم الشركات إلى عدة مجموعات استراتيجية بناءً على الخرائط الاستراتيجية المستخدمة:

1. المتخصصون في الهواء الطلق: هذه المجموعة تشمل الشركات التي تركز بشكل كبير على القطاع الخارجي وتعمل في عدة فضاءات. مثل Quiksilver، التي تعتبر الرائدة في القطاع مع تواجدتها في جميع الفضاءات وجميع أنواع المنتجات.

2. العاملون العامون في الهواء الطلق: هذه المجموعة تشمل الشركات التي تعمل في القطاع الخارجي ولكن بدرجة أقل من التخصص، مثل Nike و Adidas، التي تتمتع بوجود عالمي واسع في الرياضات المختلفة ولكن تظل محدودة في قطاع الهواء الطلق نسبياً.

3. العاملون العامون في الرياضة: هذه المجموعة تشمل الشركات التي تعمل بشكل عام في مجال الرياضات، بما في ذلك الهواء الطلق والأقمشة الأخرى، مثل Timberland و Billabong و Columbia التي تركز بشكل كبير على الهواء الطلق ولديها تواجد عالمي واسع.

4. الفجوات الجغرافية: تشمل هذه المجموعة الشركات التي تعمل في أسواق جغرافية محددة بشكل أساسي، مما يجعلها تعتبر متخصصة في تلك الأسواق دون وجود تواجد واسع عالمياً.

تظهر هذه التقسيمات كيفية تموضع الشركات في السوق بناءً على استراتيجياتها في الهواء الطلق، وتوضح كيفية تنوعها بين الشركات المتخصصة والعامة بشكل عام في القطاع.

المحور السابع: دراسة حالات عملية

Figure 1 : Carte de groupe stratégique 1

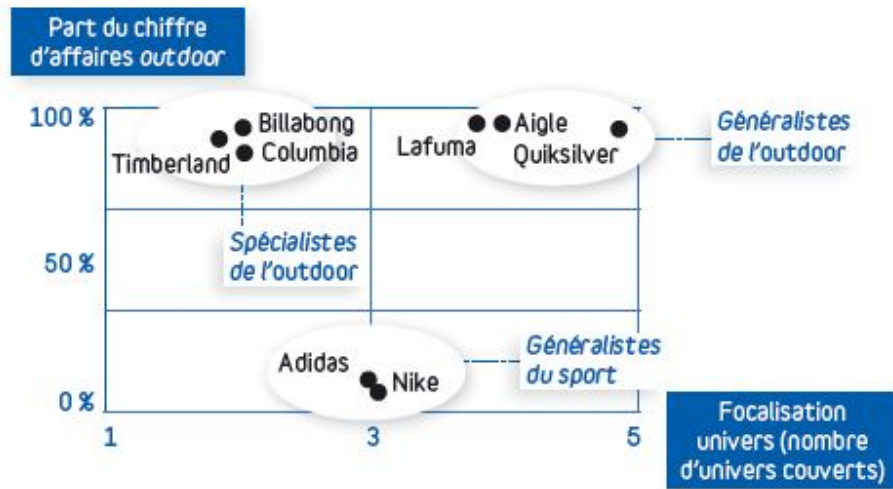
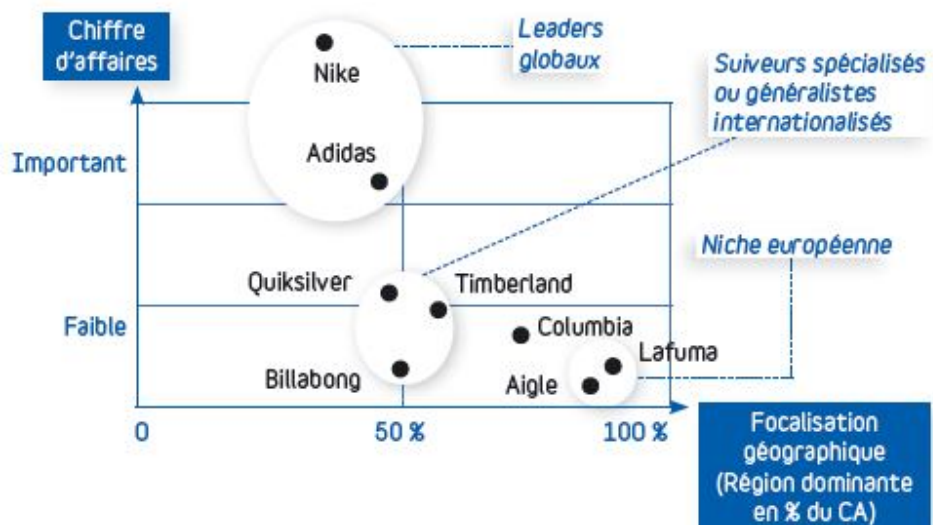


Figure 2 : Carte de groupe stratégique 2

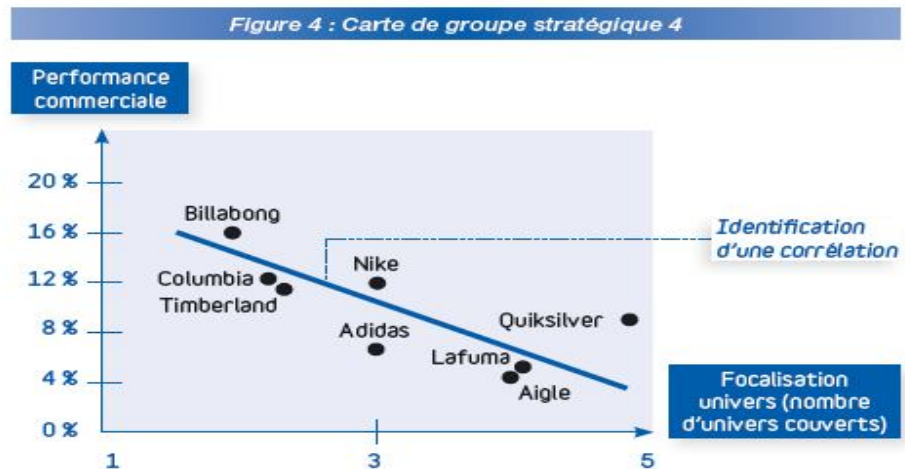
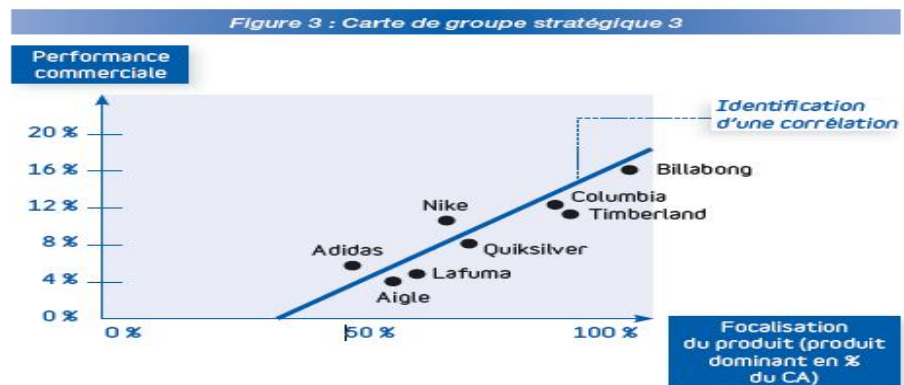


○ الجمع بين معيار الأداء ومعيار السلوك عادةً ما يهدف إلى تسليط الضوء على السمات الفريدة للقطاع الصناعي

المحور السابع: دراسة حالات عملية

من خلال تحليل الارتباطات المحتملة بين المعيار السلوكي والأداء التجاري استناداً إلى الخرائط المعروضة في الشكلين 3 و 4 يمكننا أن نفترض وجود علاقة بين الأداء التجاري (الذي يعكس استراتيجية ناجحة للتمييز) والتركيز على المنتجات. كلما كانت الشركات متخصصة في نوع معين من المنتجات مثل الملابس أو الأحذية أو المعدات، زادت فرص تحسين أدائها التجاري. علاوة على ذلك، يبدو أن التخصص في صناعة الملابس يشكل النقطة المشتركة بين الشركات التي تظهر أعلى مستويات الأداء مثل Billabong و Columbia، بشرط الحفاظ على استراتيجية فعالة للتمييز.

كما يمكننا أن نفترض وجود علاقة بين الأداء التجاري والتركيز العالمي، حيث يبدو أن تنفيذ استراتيجية فعالة للتمييز أسهل عندما تتبنى الشركة موقف "خبير عالمي" ومع ذلك، لا يبدو أن هناك ارتباطاً واضحاً بين طبيعة التخصص العالمي والربحية التجارية، حيث أن الشركات الرائدة من حيث الأرباح مثل Billabong و Columbia و Timberland تتمركز في أنماط عالمية مختلفة.



المحور السابع: دراسة حالات عملية

دراسة الحالة رقم 5: التقييم المالي لعملية الاستحواذ

أولاً: عرض الحالة

تعرض هذه الحالة عملية الاستحواذ عن طريق تبادل الأسهم المنفذة من قبل شركة ألفا 1 على شركة ألفا 2. الهدف من القضية هو تسليط الضوء على آليات التقييم ومنطق تقدير الخلق من قيمة الصفقة - الاستحواذ-. هذه حالة وهمية ، لكن خصائصها هي قريبة جدا من العمليات الفعلية التي نَجدها في الحياة التجارية.

- الجزء الأول والثاني من الحالة يعرضان حالة المشتري (ألفا 1) والهدف (ألفا 2) قبل العملية.

- الجزء الثالث يعرض الخصائص العملية المقترحة ويطرح سلسلة من الأسئلة المتعلقة بالتقييم من المستحوذ ، الهدف والعملية ككل. - الجزء الأخير يقدم الحلول العملية لأسئلة التقييم.

- العناصر الفنية، المعطيات المعروضة أدناه مبسطة بشكل طبيعي لأسباب التمرين. عندما يواجه المحلل مواقف حقيقية ، مشاكل تقنية قاتكون أكثر تعقيداً بسبب الخصائص الاقتصادية والقانونية والضريبية والهدف والمعاملة المقترحة. ومع ذلك، يظل منطق التقييم نفسه.

- استعراض حالة الشركة المستحوذ (المشتري) قبل المعاملة

○ Alpha 1 هي شركة لديها نشاط متزايد (حوالي 10 إلى 15 ٪ في المتوسط سنوياً) ، في الطريق إلى أن تصبح ناضجة في غضون 5 سنوات. في هذا السياق ، تخطط Alpha 1 لإتمام عملية الاستحواذ من Alpha 2 ، وهي شركة أصغر مع احتياطات نمو مهمة بسبب التمكن من التكنولوجو جيا الجديدة التي ستسود تدريجياً إلى القطاع كله.

○ الشركة Alpha 1 قبل العملية برأس مال قدره € K 2000 يتكون من 20000 سهم بقيمة اسمية 100 يورو. صافي ديونها المالية يساوي € 2,000,000. تكلفة رأس مال الشركة ألفا 1 ، المقدر من العلاقة المقدمة خلال الفصل 5 ، تساوي 10 ٪.

الشركة لا تملك الأصول غير التشغيلية. التدفق النقدي الصافي من الأصول.

○ تم تقدير المصاريف التشغيلية للشركة كما هو موضح أدناه 10 سنوات القادمة. التدفق النقدي Alpha 1 للعام 11 يقدر بـ 606.7 ألف يورو. معدل النمو المستخدم في السنوات اللاحقة هو 2٪.

الجدول الموالي يلخص نتائج الشركة في العشر سنوات الأخيرة (الوحدة 10³)

السنوات	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
الإيرادات	10000	11000	12650	15180	17457	19202.7	20162.8	21171	21594.4	22026.3
النتيجة قبل الضريبة	1200	1320	1518	1821	2094.8	2304.3	2419.5	2540.5	2591.3	2643.2
الضريبة	400	440	506	607.2	698.2	768	806.5	846.8	863.7	881
النتيجة بعد الضريبة(1)	800	880	1012	1214.4	1396.6	1536.3	1613	1693.8	1727.6	1762.2
التغير الصافي في الاحتياجات التمويلية(2)	150	165	284.6	455.4	392.8	288	151.2	158.8	64.8	66.1
التغير في الأصول الصافية	500	550	632.5	759	872.9	960.1	1008.1	1058.5	1079.7	1101.3

المحور السابع: دراسة حالات عملية

الثابتة (3)										
التدفق النقدي (1) - (2)	150	165	94.9	00	130.9	288.1	453.7	476.4	583.1	594.8
(3)										

- استعراض حالة الشركة الهدف Alpha 2 (البائع) قبل المعاملة :

الجدول الموالي يلخص نتائج الشركة في العشر سنوات الأخيرة (الوحدة 10³)

السنوات	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
الإيرادات	1500	1725	1983.8	2281.3	2623.5	2885.9	3174.4	3491.9	3666.5	3849.8
النتيجة قبل الضريبة	225	258.8	297.6	342.2	367.3	389.6	412.7	453.9	476.6	462
الضريبة	75	86.2	99.2	114	122.4	129.8	137.5	151.3	158.8	154
النتيجة بعد الضريبة (1)	150	172.5	198.4	228.2	244.9	259.8	275.2	302.6	317.8	308
التغير الصافي في الاحتياجات التمويلية (2)	40.5	46.6	53.6	61.6	70.8	51.9	57.1	62.9	33	34.6
التغير في الأصول الصافية الثابتة (3)	49.5	56.9	65.5	75.3	86.6	63.5	69.8	76.8	40.3	42.3
التدفق النقدي (1) - (2) - (3)	60	69.1	79.3	91.3	87.5	144.4	148.3	162.9	244.5	231

ثانيا: الأسئلة والمناقشات

- الصفقة المقترحة هي عملية استحواذ ودية عن طريق تبادل أسهم شركة ألفا 2 من قبل شركة ألفا 1.
- بالنظر إلى خصائص الشركات ألفا 1 وألفا 2 يُطلب منك إعداد عملية التثبيت في الإجابة على الأسئلة التالية:
1. ما هي القيمة الاقتصادية لأصول الشركة المستحوذ عليها من قبل العملية؟
2. ما هي القيمة الاقتصادية لأصول الشركة المستهدفة قبل العملية؟
3. مع العلم أن متوسط أقساط التحكم لوحظ في السوق لهذا النوع من العملية حوالي 20 % ، ما ينبغي أن يكون التعادل النظري الصرف المقترح لمساهمي الشركة المستهدفة؟ لتجنب تقسيم وحساب الرصيد النقدي المقابل.
4. على أساس هذا التكافؤ ، كم عدد الأسهم الجديدة التي يجب على المشتري إصدارها لتمويل العملية؟ كيف يتم زيادة رأس المال الموزعة بين القيمة الاسمية للزيادة وقيمة العلاوة ؟
5. ما هو مجموع زيادة قيمة الرصيد في النقدية المدفوعة للمساهمين المستهدفين؟
6. كيف سيتم توزيع حقوق التصويت داخل المجموعة الجديدة في النهاية من الصفقة ، في حالة أن 100 % من المساهمين المستهدفين قبلوا العرض وإذا كان 67 % فقط من هؤلاء المساهمين تلتزم به؟
7. مع العلم أنه يتم تقييم أوجه التآزر المتوقعة لهذه العملية في 750 K € ، وأن التكاليف المرتبطة بعملية الدمج تقدر بـ 184.55 K € (باستثناء التوازن) ، ما هي القيمة الاقتصادية للمجمع الجديد للمساهمين إذا نجحت العملية؟
8. إذا تم تنفيذ المعاملة في ظل هذه الشروط ، هل تخلق قيمة للمساهمين السابقين من ألفا 1 (المشتري)؟

المحور السابع: دراسة حالات عملية

ثالثاً: الحل المقترح

1. القيمة الاقتصادية لأصول الشركة المستحوذة قبل العملية:

■ القيمة الاقتصادية لأصول الشركة ألفا = مجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الناتجة من أصولها التشغيلية. تنقسم هذه القيمة إلى قسمين:

■ القيمة المحسوبة من التدفقات المخصوصة المقدرة خلال الفترة توقعات صريحة (10 سنوات) ؛

■ القيمة النهائية المحدث في التاريخ $t = 0$. تكلفة رأس المال بنسبة 10 %.

يتم احتساب القيمة المستقبلية على النحو التالي:

السنوات	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
التدفق النقدي $FT = (1)-(2)-(3)$	150,0	165,0	94,9	0,0	130,9	288,1	453,7	2,143	2,358	594,8
معامل الخصم $AT =$	1,1	1,210	1,331	1,464	1,63	1,771	1,948	222,0	247,0	2,593
التدفق النقدي $Ft / At =$	136,4	136,4	71,3	0,0	81,3	162,7	233,0	222	247	229,4

وبالتالي فإن القيمة الحالية للتدفقات المخصوصة خلال فترة التنبؤ الصريحة = $136,4 + 136,4 + 71,3 + \dots +$

$$1\ 520\ K\text{€} = (229,4$$

القيمة النهائية تساوي $(g-K) / F_{T+1}$ اي $606,7 / (2\%-10\%)$

القيمة الحالية للتدفقات النقدية المخصوصة = **7 584 K€**

القيمة في التاريخ $t = 0$

$$7584 / 2,594 \text{ تقريباً } 2\ 924\ k\text{€}$$

■ بالتالي فإن القيمة الاقتصادية لأصول الشركة المستحوذة هي تقريباً **4 444 K€ (1 520 + 2 924)**

2. القيمة الاقتصادية لأصول الشركة المستهدفة قبل العملية؟

■ القيمة الاقتصادية لأصول ألفا 2 = مجموع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن أصولها التشغيلية +

قيمة الأصول غير التشغيلية، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال 15 %.

تحسب القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية خلال فترة التنبؤ الصريحة على النحو التالي:

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
التدفق النقدي $FT = (1)-(2)-(3)$	60,0	69,1	79,3	91,3	87,5	144,4	148,3	162,9	244,5	231,1
معامل الخصم $AT =$	1,150	1,322	1,521	1,749	2,011	2,313	2,66	3,099	3,517	4,045
التدفق النقدي $Ft / At =$	52,2	52,3	52,1	52,2	43,5	62,4	55,7	53,2	69,5	57,1

المحور السابع: دراسة حالات عملية

وبالتالي فإن القيمة الحالية للتدفقات المخصومة خلال فترة التنبؤ الصريحة تساوي تقريباً

$$(52,2 + 52,3 + 52,1 + \dots + 57,1) =$$

$$\text{القيمة الحالية للتدفقات المخصومة} = 550,2 \text{ K€}$$

$$\text{القيمة النهائية تساوي } (g - K) / F_{T+1}$$

$$\text{اي } 188,65 / (15\% - 5\%) = 1886,5 \text{ K€}$$

$$\text{القيمة في التاريخ } t = 0$$

$$466,4 = 1886,5 / 4,045 \text{ K€}$$

وبالتالي فإن القيمة الاقتصادية لأصول الشركة المستحوذة هي تقريباً **1 116,6 K€**

$$\text{(من الاصول غير التشغيلية)} = 550,2 + 466,4 + 100 = 1116,6 \text{ K€}$$

3. اذا اخذنا بعين الاعتبار ان متوسط قسط المراقبة الموجود في السوق لهذا النوع من العمليات هو **20 %** ، فما هو

التكافؤ النظري المقترح للمساهمين في الشركة المستهدفة ؟

لا بد من التمييز بين مفهومين، التكافؤ الملحوظ والتكافؤ المتفاوض عليه، واقترح ذلك على المساهمين في الهدف

يساوي التكافؤ الملحوظ نسبة القيمة الاقتصادية للسهم المستهدف إلى القيمة الاقتصادية لحصة المشتري

وفق العلاقات التالية:

$$\bullet \text{ Action}_{\text{acquéreur}} = \frac{V_{\text{acquéreur}}}{N_{\text{acquéreur}}}$$

$$\bullet V_{\text{acquéreur}} = V_{f_1}^{\text{acquéreur}} - D_{\text{acquéreur}} + V_{\text{Actif hors exploitation}}^{\text{acquéreur}}$$

يمكننا حساب قيمة حصة المشتري:

$$V_{\text{acquéreur}} = 4444 - 2000 + 0 = 2444 \text{ K€}$$

$$\text{Action}_{\text{acquéreur}} = 2444 / 20000 = 0,1222 \text{ K€}$$

وبالمثل ، يمكننا حساب قيمة الإجراء المستهدف:

$$V_{\text{cible}} = 1016,6 - 900 + 100 = 216,6 \text{ K€}$$

$$\text{Action}_{\text{cible}} = 216,6 / 10000 = 0,02166 \text{ K€}$$

وبالتالي فإن التكافؤ الملحوظ يساوي $\text{Action}_{\text{acquéreur}} / \text{Action}_{\text{cible}}$ اي **0,1772** ، لوجود علاقة بين العلاوة

المعروضة والتكافؤات الملحوظة والمتفاوض عليها ، يمكننا أن نستنتج ، بالنسبة لمستوى الأقساط الثابتة ، التكافؤ الواجب تقديمه إلى

المساهمين المستهدفين:

المحور السابع: دراسة حالات عملية

$$\text{Prime} = (\text{Parité négociée} - \text{Parité observée}) / \text{Parité observée}$$

علاوة = (التكافؤ التفاوضي - التكافؤ الملاحظ) / التكافؤ الملاحظ

$$\text{Parité négociée} = \text{Prime} * \text{Parité observée} + \text{Parité observée}$$

التكافؤ المتفاوض عليه = علاوة جداء التكافؤ الملحوظ + التكافؤ الملحوظ

$$\text{Parité négociée} = 20 \% * 0,1772 + 0,1772 = 0,21264$$

ولتجنب الانهيار، يمكن تثبيت التعادل عند 0.2 أو 5 أسهم من الهدف مقابل حصة واحدة من المشتري.

لإجراء المستهدف، يتم إجراء الدفع النقدي

$$(0,21264 - 0,2) * 0,1222 \text{ K€} = 1,545 \text{ K€}$$

و التوازن الكلي. $1,545 * 10\,000 = 15,45 \text{ K€}$.

4. بناءً على هذا التكافؤ :- كم عدد الأسهم الجديدة التي يجب على المشتري إصدارها لتمويل الصفقة؟

- كيف يتم توزيع زيادة رأس المال بين القيمة الاسمية للزيادة وقيمة علاوة الأسهم؟

- ما هو مجموع هاتين القيمتين بالإضافة إلى قيمة الرصيد النقدي المدفوع للمساهمين المستهدفين؟

■ يتم تحديد عدد الأسهم الجديدة التي سيتم إصدارها بالعلاقة التالية:

$$AN = \text{Parité} * N_{\text{cible}} \text{ avec } N_{\text{cible}} \text{ le nombre d'actions émises par la cible avant l'opération.}$$

■ عدد الإجراءات الصادرة عن الهدف قبل العملية

$$AN = 0,2 * 10\,000 = 2\,000 \text{ actions} \quad \text{هكذا نحصل}$$

زيادة رأس المال تنهار على النحو التالي:

$$* \text{القيمة الاسمية لزيادة رأس المال: } 200 \text{ K€} (2\,000 * 100 \text{ €})$$

$$* \text{قيمة علاوة السهم: } 44,4 \text{ K€} (2\,000 * (122,2 \text{ €} - 100 \text{ €}))$$

يمثل القيمة الاقتصادية للشركة ألفا 1 قبل الصفقة 122,2 €

$$\text{مجموع القيمتين بالإضافة إلى قيمة الرصيد تقريبا } 260 \text{ K€} (200 + 44,4 + 15,45)$$

$$\text{اي } 216,6 \text{ K€} * 1,2$$

حيث $216,6 \text{ K€}$ يمثل قيمة Alpha 2 لمساهميها قبل المعاملة و 1.2 يمثل معامل الزيادة المرتبط بالمكافأة المقدمة خلال عملية

الاستحواذ.

5. كيف يمكن توزيع حقوق التصويت ضمن المجموعة الجديدة في نهاية العملية:

■ في حالة قبول 100% من المساهمين في الهدف للعرض؛

■ وفي حالة التزام 67% فقط من هؤلاء المساهمين به؟

المحور السابع: دراسة حالات عملية

حالة قبول 100٪ من مساهمي Alpha 2 للعرض

- عدد الأسهم الجديدة المصدرة هو 2000.

- يملك المساهمون القدامى في ألفا 1 20000 / (2000 + 20000) اي 90.9 ٪ من حقوق التصويت.

حالة قبول 67٪ من مساهمي Alpha 2 للعرض

- عدد الأسهم الجديدة المصدرة هو 1340 = 67٪ * 2000

- يملك المساهمون القدامى في ألفا 1 20.000 / (1340 + 20000) 93.7 ٪ من حقوق التصويت.

6. علما أن الفوائد المتوقعة لهذه العملية في € 750 K ، وأن التكاليف المرتبطة بعملية الدمج تقدر بـ € 184.55 K (باستثناء

التوازن). ما هي القيمة الاقتصادية للمجمع الجديد للمساهمين إذا نجحت العملية؟

■ يتم تحديد القيمة الاقتصادية للمساهمين في المجموعة الجديدة بالعلاقة التالية:

$$V_{\text{nouvel ensemble}} = V_{f_1}^{\text{acquéreur}} - D_{\text{acquéreur}} + V_{\text{Actif hors exploitation}}^{\text{acquéreur}} + (V_{f_1}^{\text{cible}} - D_{\text{cible}} + V_{\text{Actif hors exploitation}}^{\text{cible}} + (V_{\text{synergies}} - C_{\text{rapprochement}}) - \text{Soulte})$$

و بذلك نحصل على :

$$V_{\text{nouvel ensemble}} = 4\,444 - 2\,000 + 0 + (1\,016,16 - 900 + 100 + (750 - 184,55 - 15,45)) = 3\,210,6 \text{ K€}$$

7. إذا تم تنفيذ المعاملة في ظل هذه الشروط ، هل تخلق قيمة للمساهمين القدامى من ألفا 1 (المشتري)؟

لتقدير قيمة إنشاء العملية ، يمكننا مقارنة قيمة أصول مساهم ألفا 1 قبل وبعد المعاملة.

- قيمة السهم قبل العملية تساوي 122 يورو

- يتم إعطاء قيمة المعاملة بعد العملية بالعلاقة:

$$Action_{\text{nouvel ensemble}} = \frac{V_{\text{nouvel ensemble}}}{N_{\text{acquéreur}} + NA}$$

$$3210\text{K€} / (20000 + 2000) = 145,9$$

وبالتالي فإن الصفقة تخلق قيمة للمساهمين القدامى في شركة ألفا 1 الان 145.9 أكبر من 122



قائمة المراجع المعتمدة

قائمة المراجع المعتمدة

أولاً: باللغة العربية

1. إسماعيل مُجدد السيد، الإدارة الاستراتيجية: مفاهيم ومجالات التطبيق، المكتب العربي الحديث، مصر، د ط، 1999.
2. أوجين برغهام، تعريب محمود فتوح، الإدارة المالية أسس تقييم المشاريع تقييم الشركات القرارات التمويلية الإستراتيجية، ط1، ج2، 2010، شعاع للنشر، الرباط، المغرب.
3. بسام مُجدد الآغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005.
4. حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر، الأردن، 2006.
5. دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2010.
6. طارق عبد العال حماد، التقييم-تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
7. عادل أحمد حشيش، تاريخ الفكر الاقتصادي، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 2009.
8. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الحديث، الإسكندرية، 2006.
9. عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية دراسة الجدوى تحليل مالي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003.
10. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، ط2، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
11. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التيمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، اليازوري للنشر، الأردن، 2008.
12. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 2007.
13. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر، الأردن، 2007.
14. مُجدد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، ط3، مكتبة العبيكات، الرياض، 1999.
15. مُجدد صالح الحناوي، رسمية ذكي قرياقص، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2009.
16. مُجدد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، دار إثراء، عمان، 2010.
17. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
18. وليد ناجي الحياي، التحليل المالي، الأكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، الدنمارك، 2007.
19. بكار بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر —دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار-ENSP، رسالة دكتوراه علوم في علوم التسيير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010.

20. دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية-، مجلة الباحث، العدد: 04، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006.
21. زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية-دراسة نظرية تحليلية-، مجلة العلوم الانسانية -بحوث اقتصادية، العدد: 31، المجلد: ب، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009.
22. سليمان شلاش، علي البقوم، سالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مجلة المنارة، جامعة آل البيت، الأردن، المجلد 14، العدد 1، 2008.
23. صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة-تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد: 73، المجلد: 02، بغداد، العراق، 2015.
24. عدوي هاجر، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة قسنطينة، 2011.
25. غربي حمزة، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2015/2014.
26. موسى بن منصور، آثار الانضمام على الشركات المنضمة، رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2009.
27. ناصر دادي عدون، يوسف مامش، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، الطبعة الأولى، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008.

ثانيا: باللغة الأجنبية

1. Francine Séguin, Taïeb Hafsi, Christiane Demers, **Le management stratégique- de l'analyse à l'action**-Les Éditions Transcontinental, 2008.
2. Samira Rafiki, Abdessadeq Sadaq, **La Structure Financière de la Ferme a-t-elle une Influence sur sa Valeur?** Problèmes Economiques, Revue du Financier, N° 2728, 2001, Paris.
3. David F. R., **Strategic management: A competitive advantage approach, concepts and cases**. Pearson, 2016.
4. Robert M. Grant, **Contemporary Strategy Analysis and Cases: Text and Cases** John Wiley & Sons, 2010.
5. Jean-Pierre Detrie, **Strategor Politique générale de l'entreprise**, Dunod, 2005.
6. Rajesh B. Kumar, **Strategic Financial Management Casebook**-Academic Press, 2016.

7. Franck Brulhart, **Les 7 points clés du diagnostic stratégique Avec la Méthode des Cas**, Éditions d'Organisation Groupe Eyrolles, 2009.
8. Bellalah Mondher, **Finance Moderne d'Entreprise**, 2ème Edition, Edition Economica, Paris, 2003.
9. Chaplain Gérard, **Pratique Moderne de l'évaluation d'entreprise**, édition EMS, Paris, 2004.
10. Choinel Alain, **Introduction à l'Ingénierie Financière**, édition la Revue Banque, Paris, 1991.
11. Mauguire.H, **l'Evaluation Des Entreprises Non Cotées**, Edition Bordas, Paris, 1990.
12. Brigham Eugene, Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management**, 10th Edition, Thomson publishing, South-Western, 2004.
13. Pierre Cabane, **l'essentiel de la finance à l'usage des managers**, groupe Eyrolles, Paris, 2004.
14. Eugene F. Fama, Kenneth R. French, **The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence**, American Economic Association, 2004.
15. H.Kent Baker, Gary Powell, **Understanding Financial Management**, Blackwell publishing, United Kingdom, 2005.
16. David E. Vance, **Financial analysis and decision making**, McGraw-Hill, 2003.
17. John D. Stowe (et al.), **Equity asset valuation**, John Wiley & Sons, New York, 2007.
18. Ross, Westerfield-Jaffe, **Corporate Finance**, 6th Edition, McGraw-Hill Companies, New York, 2003.
19. Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, **Finance**, 3ème Edition, Edition Vuibert, Paris, 2000.
20. Thomas L. Wheelen, **Strategic Management and Business Policy: Globalization, Innovation, and Sustainability**, Pearson, 2018.
21. Michael A. Hitt, R. Duane Ireland, Robert E. Hoskisson, **Strategic Management: Concepts and Cases: Competitiveness and Globalization**, 12th Edition, Cengage Learning, 2016.
22. Charles W. L. Hill, Gareth R. Jones, Melissa A. Schilling, **Strategic Management Theory: An Integrated Approach**, Cengage Learning, 2014.
23. Olivier Meier, Guillaume Schier, **Fusions, acquisitions: Stratégie, finance, management**, Dunod, 2009.
24. Shannon P., **Cost of Capital: Estimation and Applications**, 2nd Edition, John Wiley & Sons, New York, 2002.

25. Eugene F. Fama, Kenneth R. French, **Understanding Financial Management**, Blackwell publishing, United Kingdom, 2005.
26. Jensen. M, Meckling. W, **Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure**, Journal of Financial Economics, 1976.