

المحاضرة الثالثة- الاستراتيجية المالية والنمو المستدام للمؤسسة-

دراسة العلاقة بين دورة الحياة، التمويل، والمرونة المالية

مقدمة:

تعدّ الاستراتيجية المالية (Financial Strategy) حجر الزاوية في تحقيق نمو لمؤسسة (Corporate Growth) واستمراريتها، فهي ليست مجرد مجموعة من الأدوات المحاسبية أو التخطيطية، بل هي خطة عمل طويلة الأجل تهدف إلى تحقيق الأهداف الكلية للمؤسسة من خلال قرارات محورية:

1. قرار الاستثمار (Investment Decision): أين نوظف الموارد (المشاريع، الأصول، R&D)؟
2. قرار التمويل (Financing Decision): كيف نمول هذه الاستثمارات (ديون، ملكية، تمويل ذاتي)؟
3. قرار توزيع الأرباح (Dividend Policy): كيف نعيد القيمة للمساهمين (أرباح موزعة أم أرباح محتجزة للنمو)؟

إن العلاقة بين الاستراتيجية المالية والنمو هي علاقة سبب ونتيجة؛ فالنمو لا يتحقق إلا بوجود استراتيجية مالية قادرة على توفير التمويل اللازم للاستثمارات الجديدة (Growth-Inducing Investments) بأقل التكاليف وبأفضل الشروط، مع الحفاظ على التوازن المالي (Financial Equilibrium) للمؤسسة على المدى الطويل.

I. الاستراتيجية المالية حسب دورة حياة المؤسسة (Financial Strategy by Corporate Life Cycle):

تفترض نظرية دورة حياة المؤسسة (Corporate Life Cycle Theory) أن كل مؤسسة تمر بمراحل نمطية متسلسلة، تتغير معها المخاطر، والتدفقات النقدية، وفرص الاستثمار، وبالتالي يجب أن تتغير استراتيجيتها المالية للتكيف مع هذه المتطلبات المتغيرة.

أ. مرحلة الميلاد أو البدء (Start-up / Embryonic Stage)

هذه هي مرحلة الابتكار والتحقق من المفهوم.

• الخصائص المالية:

- التدفقات النقدية: سالبة بشكل كبير. (Cash Burn)
- المخاطر: عالية جدا (نسبة الفشل مرتفعة).
- فرص الاستثمار: استثمار مكثف في الأصول غير الملموسة (البحث والتطوير، بناء العلامة التجارية، تطوير المنتج).
- الاستراتيجية المالية: البقاء وتمويل المخاطر العالية.
- التمويل: الاعتماد الكلي على حقوق الملكية (Equity) تمويل المؤسسين، الأهل والأصدقاء، المستثمرين الملائكيين (Angel Investors)، رأس المال المغامر

(Venture Capital - VC) يفضل تجنب الديون المرتفعة بسبب عدم استقرار

الإيرادات، مما يقلل من خطر الإفلاس (Bankruptcy Risk).

- الأرباح: لا توجد أرباح توزع، ويتم إعادة استثمار أي إيرادات فوراً.
- التركيز الأكاديمي: تطبيق مبدأ "الأولوية للسيولة على الربحية" في هذه المرحلة.

ب. مرحلة النمو والتوسع (Growth Stage)

هذه هي مرحلة التوسع في الأسواق وبناء الطاقة الإنتاجية.

- الخصائص المالية:

- التدفقات النقدية: تتحول إلى موجبة ببطء لكنها غير كافية لتمويل التوسع المتسارع (Need for External Financing).
- المخاطر: ما زالت مرتفعة، لكنها أقل من مرحلة الميلاد.
- فرص الاستثمار: ضخمة، خاصة في الأصول الثابتة (CAPEX) لزيادة القدرة الإنتاجية والتوسع الجغرافي.

- الاستراتيجية المالية: تمويل التوسع وتحسين كفاءة رأس المال العامل.

- التمويل: مزيج من الديون والملكية (Hybrid Financing). يمكن استخدام ديون ذات تكلفة أقل بعد أن أصبح للمؤسسة سجل إيرادات مقبول. قد تلجأ المؤسسة إلى الاكتتاب العام الأولي (IPO).
- الأرباح: تفضل سياسة إعادة الاستثمار الكامل للأرباح المحتجزة لتمويل النمو الداخلي (Self-Financing).

يجب على الإدارة المالية إيجاد هيكل التمويل الأمثل الذي يوازن بين تكلفة رأس المال (WACC) ومخاطر العسر المالي.

ج. مرحلة النضج والاستقرار (Maturity Stage)

هذه هي مرحلة الاستقرار السوقي والنمو البطيء.

- الخصائص المالية:

- التدفقات النقدية: مستقرة وموجبة بشكل كبير، وتتجاوز عادة الاحتياجات الاستثمارية (Free Cash Flow Surplus).
- المخاطر: منخفضة نسبياً.
- فرص الاستثمار: قليلة ومقتصرة على صيانة الأصول القديمة أو الاستحواذات (M&A).
- الاستراتيجية المالية: تعظيم قيمة المساهمين وإدارة الفائض النقدي.
- التمويل: الحفاظ على مستوى معتدل من الديون (لاستغلال الدرع الضريبي Tax Shield)، والاعتماد بشكل كبير على التمويل الذاتي.
- الأرباح: البدء في توزيع أرباح منتظم للمساهمين، أو إعادة شراء الأسهم (Share Buybacks) لتعظيم العائد على السهم (EPS).

هذه المرحلة تتفق مع مفهوم الشركات البقرة الحلوب (Cash Cows) في مصفوفة بوسطن الاستثنائية (BCG Matrix).

II. النمو المستدام (Sustainable Growth Rate - SGR) :

النمو المستدام هو مفهوم مالي استراتيجي يعبر عن أعلى معدل يمكن أن تنمو به مبيعات المؤسسة دون تغيير هيكلها التمويلي (نسبة الدين إلى حقوق الملكية) أو سياسة توزيع الأرباح، مع الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية (Internal Financing) بشكل أساسي (الأرباح المحتجزة)

تعتمد القدرة على تحقيق النمو المستدام على كفاءة المؤسسة في توليد الأرباح واستخدام الأصول وإدارة الديون. رياضياً، يمكن حساب معدل النمو المستدام (SGR) باستخدام نموذج هيجنز (Robert C. Higgins) الذي يربط بين المتغيرات المالية الداخلية التالية:

صيغة معدل النمو المستدام (SGR)

$$SGR = (ROE(1-DPR)) / (1 - ROE(1-DPR))$$

حيث:

- ROE (Return on Equity): العائد على حقوق الملكية.

يُحسب كـ (الربح الصافي / حقوق الملكية).

يمثل المقياس الأساسي لكفاءة الإدارة في توليد الأرباح للمساهمين.

- DPR (Dividend Payout Ratio): نسبة الأرباح الموزعة.

يُحسب كـ (الأرباح الموزعة / الربح الصافي).

- (Retention Ratio): (1 - DPR) نسبة الأرباح المحتجزة.

- هذا يمثل مصدر التمويل الداخلي للنمو، حيث يعاد استثمار هذه الأرباح لزيادة أصول المؤسسة.

ب. العلاقة الاستراتيجية بين SGR والنمو الفعلي (AGR)

تُستخدم قيمة SGR كنقطة مرجعية استراتيجية حاسمة لاتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار والتمويل:

1. الحالة الأولى: النمو الفعلي يتجاوز النمو المستدام ($SGR < AGR$)

في هذه الحالة، تكون المؤسسة في وضع نمو مفرط (Over-Growth)، حيث أن معدل نموها الفعلي (AGR) أكبر من قدرتها على التمويل الذاتي (SGR).

:المؤسسة تنمو بسرعة تفوق قدرتها على تمويل التوسع عبر الأرباح المحتجزة.

فتتضرر المؤسسة إلى اللجوء لتمويل خارجي كبير (ديون إضافية أو إصدار أسهم جديد، وقد يؤدي هذا إلى زيادة المخاطر المالية) (زيادة الرافعة المالية) أو تخفيف ملكية المساهمين الحاليين (بإصدار أسهم).

يجب على الإدارة اتخاذ قرار استراتيجي من أحد الخيارات التالية (أو مزيج منها):

- تخفيض النمو الفعلي (AGR) ليقترّب من SGR.
- تغيير السياسات المالية الأربعة (زيادة ROE، خفض DPR، زيادة الدين L، أو خفض الأصول T) لرفع SGR.

2. الحالة الثانية: النمو المستدام يتجاوز النمو الفعلي ($SGR > AGR$)

في هذه الحالة، تكون المؤسسة في وضع نمو بطيء (Under-Growth)، حيث أن قدرتها على التمويل الذاتي (SGR) أكبر من نموها الفعلي (AGR).

فالمؤسسة قادرة على دعم نمو أكبر مما تحققه، مما يشير إلى أنها قد لا تستغل طاقتها التمويلية بالكامل أو أن فرص الاستثمار الداخلية محدودة، فيتراكم فائض نقدي (Excess Cash) في الميزانية، مع انخفاض محتمل في العائد على رأس المال الموظف (ROCE) إذا تم الاحتفاظ بهذا النقد دون استثمار. وعليه يمكن للإدارة اتخاذ أحد القرارات التالية:

- زيادة النمو الفعلي عبر الاستثمار في مشاريع جديدة أو القيام بعمليات استحواذ (M&A).
- زيادة توزيع الأرباح (DPR) أو تنفيذ برامج إعادة شراء الأسهم (Share Buybacks) لإرضاء المساهمين والتخلص من الفائض النقدي غير المستغل.

III. المرونة المالية (Financial Flexibility)

المرونة المالية (Financial Flexibility) هي السمة الأساسية للاستراتيجية المالية التي تضمن البقاء والازدهار في بيئات الأعمال غير المؤكدة والمتقلبة، وهي قدرة المؤسسة على تعديل هيكلها المالي وسياساتها التمويلية بسرعة وكفاءة للاستجابة للتغيرات غير المتوقعة في بيئتها الداخلية أو الخارجية. تترجم المرونة المالية إلى القدرة على القيام بـ:

1. اغتنام الفرص غير المتوقعة: (Seizing Opportunities) مثل الاستحواذ المفاجئ على منافس أو الاستثمار في تكنولوجيا جديدة دون تأخير.
2. تجنب تكاليف العسر المالي: (Avoiding Financial Distress Costs) القدرة على تجاوز الأزمات الاقتصادية أو التشغيلية (كالجائحات أو الكوارث) دون التعرض لمخاطر الإفلاس.

ب. مصادر ومقومات المرونة المالية

تبنى المرونة المالية على ثلاثة مصادر رئيسية: (Sources of Financial Flexibility)

1. المرونة في التمويل بالملكية: (Equity Flexibility)
 - امتلاك طاقة غير مستغلة (Unutilized Capacity) لإصدار أسهم جديدة في أسواق المال بسهولة، مما يرفع من قيمة الأسهم.
 - إمكانية خفض أو تعليق توزيع الأرباح (DPR) بسرعة لتوفير النقد.
2. المرونة في التمويل بالديون: (Debt Flexibility)
 - الحفاظ على قدرة اقتراض إضافية غير مستغلة (Debt Reserve) ، أي أن نسبة الديون الحالية (Debt/Equity) أقل من الحد الأقصى الآمن والمقبول في الصناعة. هذا يتيح للمؤسسة الاقتراض عند الحاجة دون الحاجة إلى مفاوضات مطولة.
 - الحصول على خطوط ائتمان غير مسحوبة (Undrawn Credit Facilities) من البنوك.
3. مرونة الأصول والسيولة: (Asset and Liquidity Flexibility)
 - الاحتفاظ ب أصول ذات سيولة عالية (Liquid Assets) مثل النقد وما في حكمه) تفوق الحاجة التشغيلية المباشرة، مما يوفر وسادة أمان.
 - امتلاك أصول يمكن بيعها أو تسيلها بسرعة (Assets that can be sold easily) دون تكبد خسائر كبيرة، مثل العقارات غير التشغيلية.

ج. دور المرونة المالية في الاستراتيجية

تلعب المرونة المالية دورا حيويا في:

- الاستثمار الأمثل: (Optimal Investment) تمكين المؤسسة من الاستثمار في "الفرص ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة" (Positive NPV Opportunities) عندما تظهر، حتى لو لم يتم التخطيط لها مسبقا.
- التحكم في المخاطر: تقليل احتمال اللجوء إلى التمويل الخارجي في أوقات الأزمات، حيث تكون تكلفة التمويل (Cost of Capital) مرتفعة للغاية. المؤسسة المرنة قادرة على الانتظار حتى تتحسن ظروف السوق للتمويل.

المراجع:

1. Higgins, R. C. (1977). **Sustainable Growth Rate: A Concept and Its Implication.** *Financial Management.* (
2. Myers, S. C. (1977). **Determinants of Corporate Borrowing.** *Journal of Financial Economics.* (
3. Anthony, R. N., & Govindarajan, V. (2007). **Management Control Systems.** McGraw-Hill. (
4. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). **Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction.** *The American Economic Review.* (
5. Damodaran, A. (2012). **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset.** Wiley. (