

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة 08 ماي 1945 قالمة
كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة لنيل شهادة الماستر
فرع علوم مالية
تخصص: مالية المؤسسات

الموضوع:

تكلفة تمويل المؤسسة على وشك الإفلاس
دراسة حالة لمؤسسة الخزف ETER Algérie "قالمة"

تحت إشراف الأستاذ
• بن جدو محمد السلام.

من إعداد الطلبة
• بوفاس كريمة.
• كفايفية محمد الله.

السنة الجامعية: 2011-2012

I	المقدمة العامة.....
1	الفصل الأول: التأسيس النظري لتكلفة التمويل والإفلاس.....
3	المبحث الأول: تكلفة التمويل.....
3	المطلب الأول: مدخل عام لتكلفة التمويل.....
3	1. الهيكل المالي ومصادره.....
2	2. مفهوم تكلفة التمويل وأهميتها.....
9	3. العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل.....
10	المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل لكل مصادر التمويل.....
10	1. تكلفة التمويل بالأموال المملوكة.....
12	2. تكلفة التمويل بالاقتراض.....
13	3. التكلفة الاجمالية للتمويل "التكلفة الوسطية المرجحة".....
13	المبحث الثاني: الصعوبات التي تتعرض لها المؤسسة "اقتصاديات الإفلاس".....
13	المطلب الأول: ماهية الإفلاس.....
13	1. مفهومه وأهمية التنبؤ به.....
14	2. أعراضه.....
15	3. الأسباب الأساسية للإفلاس.....
16	المطلب الثاني: التكاليف الناجمة عن الإفلاس والأساليب المستخدمة في تحليله.....
16	1. تكاليف الإفلاس.....
19	2. الأسلوب الساكن في تحليل خطر الإفلاس.....
31	3. الأسلوب الديناميكي في تحليل خطر الإفلاس.....
34	الفصل الثاني: طبيعة العلاقة القائمة بين تكلفة الإفلاس وتكلفة التمويل للمؤسسة.....
36	المبحث الأول: تكلفة التمويل في ظل الاعتقاد بعدم وجود تكلفة الإفلاس.....
36	المطلب الأول: قبل منظور ميلر ومودكلياني.....
36	1. مدخل صافي الربح.....
37	2. مدخل صافي ربح العمليات.....
39	3. المدخل التقليدي.....
40	المطلب الثاني: منظور ميلر ومودكلياني.....
40	1. حالة عدم وجود ضرائب.....
42	2. حالة وجود ضرائب.....
45	المبحث الثاني: تكلفة التمويل في ظل وجود تكلفة الإفلاس.....

45	المطلب الأول: تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة التمويل.....
45	1. تأثير الاقتراض على تكلفة التمويل في ظل وجود تكلفة الإفلاس.....
47	2. تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة التمويل من خلال تأثيرها على تكلفة الوكالة.....
49	3. تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة التمويل من خلال تأثيرها على التدفق النقدي.....
50	المطلب الثاني: حجم ونسب تأثيرات تكلفة الإفلاس.....
50	1. في ظل الاعتقاد بضالة تأثير تكلفة الإفلاس.....
51	2. في ظل الاعتقاد بان تأثير تكلفة الإفلاس مرتفعة.....
52	3. محاولة التحكيم بين الاتجاهين.....
56	الفصل الثالث: دراسة التطبيقية لمؤسسة ETER Algérie
58	المبحث الأول: التقديم بمؤسسة ETER Algérie محل الدراسة.....
58	المطلب الأول: التعريف بالمؤسسة.....
58	1. نشأة المؤسسة وتطورها.....
60	2. تنظيم المؤسسة "تحليل الهيكل التنظيمي للمؤسسة".....
62	3. طبيعة النشاط الذي تمارسه.....
63	المطلب الثاني: مصادر تمويل احتياجات المؤسسة و المشاكل التي تواجهها في الحصول عليها.
63	1. تمويل المؤسسة بحقوق الملكية.....
63	2. تمويل المؤسسة بالاقتراض.....
64	3. المشاكل التي تواجه المؤسسة في الحصول على مصادر التمويل.....
65	المبحث الثاني: تحليل نتائج المؤسسة وتأثيرها على تكلفة التمويل.....
65	المطلب الأول: تحليل نتائج المؤسسة بواسطة المؤشرات المالية.....
65	1. التحليل الساكن.....
72	2. التحليل الديناميكي.....
74	3. استخدام طريقة التنقيط.....
75	المطلب الثاني: تأثير نتائج المؤسسة على تكلفة التمويل.....
75	1. الآثار المترتبة على تكلفة الملكية.....
76	2. الآثار المترتبة على تكلفة الاقتراض.....
77	3. التكلفة الاجمالية للتمويل.....
79	الخاتمة العامة.....
84	الملاحق.....
95	قائمة الجداول.....
96	قائمة الأشكال.....

المقدمة

منذ الأزل، والقرارات التمويلية تستعين بالحسابات الإقتصادية والمالية، فعلي مسيري المؤسسة قبل إتخاذ أي قرار أن يقوموا بوضع أرقام تقديرية للنتائج المالية لتعظيم الفعالية. فالحصول على التمويل وتكلفته عنصر محدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن المصادر اللازمة والملائمة، وإستخدامها إستخداما أمثلا وتحقيق أكبر عائد مع إدخال الأوضاع الإقتصادية المحتملة لهذا العائد وإحتمالات مخاطر الإفلاس في الحسابان، مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة. إلي هنا كل شيء مقبول ولكن الأشكال المطروح حول كيفية توفير التمويل اللازم للمؤسسات التي تعاني من أزمت مالية والتي تظهر عليها مؤشرات تجعل الدائنين يتجنبون إقراضها مهابة إفلاسها قبل أجل استحقاق أموالهم، وهذا ما يؤدي بالمؤسسة إلي البحث عن مصادر تمويلية مهما كانت تكلفتها.

بالنظر إلي هذه المعطيات والمستجدات السابقة يجدر طرح السؤال التالي:

- ما مدى حساسية تكلفة التمويل للصعوبات التي تواجهها المؤسسة والتي يمكن أن تضعها في الإفلاس؟

ويمكن تقسيم هذا السؤال الرئيسي إلى مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي الطرق والمؤشرات التي تثبت أن أعراض الإفلاس قد ظهرت على المؤسسة؟، وما هي الأسباب التي أدت إلى ظهورها؟

- هل يختلف تمويل المؤسسة المعسرة عن المؤسسة الموسرة؟.

- هل تكلفة تمويل مؤسسة مفلسة تماثل تكلفة التمويل لمؤسسة موسرة أو تزيد عنها بنسبة غير محسوسة؟

- ما التأثيرات التي أحدثتها وضعية مؤسسة ETER Algérie على تكلفة تمويلها؟

وبناء على الأسئلة الفرعية السابقة تم إستنتاج الفرضيات التالية:

- كلما زادت نسبة إستخدام القروض كمصدر تمويل في المؤسسة زادت مخاطر إفلاسها.

- تبدأ أعراض الإفلاس بالظهور عند إختلال التوازن المالي للمؤسسة ما يجعلها تتوقف عن دفع ديونها.

- دائما ما تلجأ المؤسسة المعسرة إلي تمويل نشاطها عن طريق الديون وهو ما يضع المؤسسة بين مطرقة المساهمين الباحثين عن عائد أكبر وسندان المقرضين الباحثين عن ضمانات لإستيفاء ديونهم.

- أدت الوضعية المالية الحرجة للمؤسسة إلى ظهور تكلفة إضافية أثرت بشكل كبير على التكلفة الإجمالية.

أهداف الدراسة

تكمّن أهمية الدراسة في توضيح سياسة وإستراتيجية تمويل المؤسسة، وأيضاً ترشيد القرارات التمويلية خاصة في ظل أزمة الإفلاس ومحاولة إزالة اللبس عن المفاهيم المختلفة المتعلقة بالموضوع. بينما ترمي هذه الدراسة إلى:

- توضيح المفاهيم المرتبطة بالهيكل المالي وبالإفلاس وكذا أهمية ومخاطر التمويل بالاستدانة.
- ترشيد القرارات التمويلية خاصة في ظل تواجد المشاكل المالية المتعلقة بإفلاس المؤسسة، باعتبار أن تكلفة التمويل هي المحدد الأساسي لمعظم القرارات المالية.
- قياس أثر التقييم وحساسية الهيكل لمشاكل الإفلاس، بالنسبة للمؤسسات بشكل عام ومؤسسة ETER Algérie بشكل خاص.

أسباب و دوافع إختيار الموضوع

هناك عدة أسباب دفعتنا لإختيار هذا الموضوع، نوجزها فيمايلي:

- شعورنا بأهمية الموضوع، خصوصاً في ظل تفشي ظاهرة إفلاس المؤسسات في العالم ككل والجزائر بنوع من التخصيص بإعتبارها بلد الدراسة.
- الميول الشخصي إلى المواضيع المالية، بالإضافة إلى طبيعة التخصص.
- توفر إمكانية الوصول إلى المعلومات المتصلة بالموضوع، بالرغم من كون أغليبتها باللغة الأجنبية.
- البحث عن معالجة لبعض المشاكل المطروحة حول الموضوع وتقديم بعض الإقتراحات والحلول الممكنة.

أدوات و منهج الدراسة

بالنظر إلى طبيعة الموضوع محل الدراسة، ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، وإثبات صحة الفرضيات، قمنا بالمزج بين المنهجين الوصفي والتحليلي، وذلك من أجل وصف ظاهرة تمويل المؤسسة التي تعاني من العسر المالي، وكذا تحليل وضعية المؤسسة المدروسة بشكل خاص، وذلك

باستخدام أدوات للبحث تتسجم مع كل مبحث، وتتمثل الأولى في اللجوء إلى المصادر المكتبية، من دراسات وأبحاث، من أجل توثيق أهم العوامل التي أظهرتها الدراسات السابقة، والتي لها علاقة بالهيكل المالي للمؤسسات حيث إعتد الطلبة على متغير واحد تابع، وهو تكلفة التمويل بالمؤسسة، ومتغير مستقل وهو بواذر (مؤشرات) الإفلاس، بينما تتمثل الثانية في أدوات التحليل المالية، والإحصائية، بهدف التعرف على العوامل التي تتحكم بتكلفة التمويل بكل مصدر سواء كانت صريحة أو ضمنية والخفض من تكلفة التمويل الإجمالية.

محتويات الدراسة

ينصب القسم الأول من البحث على إستعراض الجانب النظري، المتمثل في إبراز المفاهيم والنظريات المختلفة المتعلقة بالموضوع ويشتمل على فصلين.

يهتم الفصل الأول بالجانب المفاهيمي للموضوع تحت عنوان "التأصيل النظري لتكلفة التمويل والإفلاس"، إذ يستعرض في المبحث الأول المصادر التمويلية بشتى أنواعها وكذا تكلفة هذه المصادر متفرقة ومجمعة، والثاني إهتم بالإفلاس وبأهم الأدوات الإحصائية والمالية المستخدمة لإكتشافه.

أما الفصل الثاني "مدى تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة التمويل" فهو عبارة عن تحليل للنظريات التي جاءت مفسرة لتأثير الإستدانة على تكلفة التمويل، ومنها التي تؤدي إلي ظهور تكلفة الإفلاس، فقد تناول المبحث الأول تحليل لبعض النظريات التي تنفي تواجد تكلفة الإفلاس في الهيكل التمويلي. أما المبحث الثاني فقد إهتم بالنظريات التي تبين تواجد تكلفة إفلاس في الهيكل المالي الممول بجزء من الديون، ولكن أختلفت في تحديد أثرها.

وبغرض تبيان الواقع الجزائري في هذا الإطار تم دعم الجانب النظري بفصل تطبيقي إهتم بدراسة تطور نشاط مؤسسة ETER Algérie بصفقتها أنسب حالة يمكن إسقاط الدراسة النظرية عليها.

ثم إنهاء هذه الدراسة بخاتمة جمعت فيها أهم النتائج المتوصل إليها وتقديم بعض الإقتراحات والتوصيات للمؤسسة محل الدراسة وجميع المؤسسات التي تعاني نفس الوضعية.

صعوبات الدراسة

واجهتنا مشاكل كبيرة في إنجاز هذا البحث ويمكن إبراز أهمها فيمايلي:

- النقص الكبير في المراجع باللغة العربية والمراجع المتوفرة تتداول فيها تقريبا نفس المعلومة إن لم نقل نفس المعلومة والذي يدل على نقص عملية الرقابة والأمانة العلمية.
- نقص المراجع والمعلومات عن المؤسسات الجزائرية.
- ضيق الوقت المخصص لتحضير المذكرة.
- صعوبة الدراسة الميدانية لتحفظ المؤسسات على وضعيتها المالية الحقيقية بالإضافة إلى أن مسؤولي المؤسسة التي أجريت فيها دراسة الحالة لا يتمتعون بالكفاءة والقدرة على منح معلومات ذات قيمة.
- صعوبة الإطلاع على وثائق المؤسسة.
- تضارب الإحصاءات ما يدفعنا إلى الاحتراز في إنتقاء ما هو قريب من الصحة.

مقدمة الفصل

يحظى التمويل في العصر الحديث بأهمية بالغة، لأنه أصبح يمثل حجر الأساس في الإدارة المالية لأي مؤسسة اقتصادية، ولما كانت هذه الأخيرة قد احتلت مركزاً هاماً في الفكر الاقتصادي المعاصر، فإن التمويل قد استأثر بحصة الأسد من هذا الاهتمام، ذلك أن نقصه أو عدم توفره في الوقت المناسب قد يشكل عقبة أمام تنفيذ بعض المقترحات التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، وبالتالي ضياع الفرصة من أمامها ومن ثم انخفاض الإيرادات. ولعل الهدف الأساسي للمدير المالي التعرف على أنواع الأموال المتاحة وتحديد الخصائص المميزة لكل منها لإمكانية المفاضلة بينها وإختيار أمثلها والوصول إلى هيكل التمويل الذي يتحقق معه الهدف الأساسي للإدارة المالية وهو تعظيم قيمة المؤسسة بتمويل أنشطتها المختلفة.

ولكن قد ينتج عن هذه العملية عدم توافق قرارات الاستثمار مع القرارات التمويلية هذا ما يخلق فجوة بين العوائد الخاصة بهذه الاستثمارات، وبين ما هو مطلوب دفعه كتكلفة للتمويل، ومن ثم تعجز المنظمة على التصدي لهذه التكلفة كمخاطر مالية، وفي الغالب ما يؤدي هذا إلى ظهور ما يعرف بأعراض الفشل. ولهذا قسمنا الفصل إلى مبحثين:

- المبحث الأول: مدخل عام حول الهيكل المالي وتكلفة تمويله.
- المبحث الثاني: الصعوبات التي تواجه المؤسسة اقتصاديات الإفلاس.

المبحث الأول: مدخل عام حول الهيكل المالي وتكلفة تمويله

المطلب الأول: مدخل عام لتكلفة التمويل

لابد في البداية التفريق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل المالي والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال والذي يقصد به التمويل الدائم للمؤسسة، والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال لمؤسسة ما يعتبر جزءاً من هيكلها المالي.

1. الهيكل المالي ومصادره

1.1. مفهومه ومحدداته:

1.1.1. مفهوم الهيكل المالي: يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من الاعتبارات ومع تغير هذه الاعتبارات يتغير معها الهيكل المالي¹.

2.1.1. العوامل المؤثرة في الهيكل المالي: يوجد العديد من القيود والمتغيرات التي تعمل في ظلها الإدارة المالية، منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي، هذه المتغيرات تؤثر على القرارات والسياسة المالية للمؤسسة، بما فيها قرارات هيكل التمويل:

1.2.1.1. قاعد المقابلة أو الموائمة: ويقصد هنا بالمقابلة ضرورة أن تكون الأموال مناسبة لمجال

الإستخدام، ففي الأول يجب تحديد مجال الإستخدام، ثم تدبير ما يناسب هذا الأصل، أو مجال الإستخدام.

2.2.1.1. حجم المرونة: ويقصد به أن تتحلى الأموال بمرونة أكبر تساعد الإدارة على حسن إستخدام

هذه الأموال، معناه المقدرة على تعديل مصادر الأموال تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة للأموال وللظروف المالية للمؤسسة.

3.2.1.1. الوقت المناسب: إن اختيار الوقت المناسب للحصول على الأموال اللازمة ولسدادها يؤثر

على تكلفة التمويل وبالتالي الهيكل المالي. فالدورات التجارية والحالة الاقتصادية أثر كبير على حجم الأموال المتاحة ومعدلات الفائدة المطلوبة، ولذلك عندما يكون لدى الإدارة التخطيط والتنبؤ السليمين تستطيع تحقيق العديد من المزايا بطلب الأموال والتخلص من عبئها في الوقت المناسب.

¹ عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، 401-406.

4.2.1.1. حرية الإدارة: فمصادر التمويل تختلف فيما تفرضه على الإدارة من قيود، ونظرا لصعوبة الإدارة في السيطرة والتحكم في مجريات الأمور بالمؤسسة، فإنها تميل في الغالب إلى اختيار الأموال التي تساعد على ذلك.

5.2.1.1. الدخل المتوقع: يفكر أصحاب المشروع جيدا عند الحصول على الأموال في الدخل المتوقع، وفي حجم الأموال التي سيتحصلون عليها في حالة البيع أو التصفية، وبالتالي فكلما تأخروا في سداد التزامات المؤسسة كلما زاد ذلك من معدلات المخاطرة¹.

2.1. مصادر التمويل "مكونات الهيكل المالي":

1.2.1. التمويل بالأموال المملوكة:

1.1.2.1. التمويل بالاستئجار: ظهر هذا النوع من التمويل في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1952 ثم شاع في الستينات في أوروبا. ويشمل هذا النوع من التمويل الحصول على المال في شكل أصل لازم في المؤسسة مقابل دفع قسط استئجار، سنوي أو شهري يتم الاتفاق عليه في العقد، ويلجأ المستأجر لهذا النوع من التمويل في حالة، ارتفاع قيمة الأصل بحيث لا يستطيع سداد مبلغه دفعة واحدة. ومن أشكاله:

❖ **الاستئجار المباشر:** هي قيام المؤسسة المستأجرة بالحصول على الأصل المراد من خلال شركة أخرى متخصصة في عملية التأجير عن طريق تحديد الأصل المراد الحصول عليه، وتقوم بالتفاوض حول سعره وموعد الحصول عليه.

❖ **الاستئجار الرأسمالي:** هذا النوع من الاستئجار مشابه للنوع الأول إلا أن المؤسسة المستأجرة في هذا النوع تطلب من المؤسسة المؤجرة تمويل شرائها بدلا من شرائها مستعملة².

❖ **البيع ثم الاستئجار:** يقصد به قيم المؤسسة المملوكة لأصل مادي ما يبيعه لمؤسسة أخرى ومن ثم إعادة استئجاره بشروط محددة، وتهدف المؤسسة من خلاله إلى الحصول على سيولة نقدية وكذا الاستفادة من الأصل في الوقت نفسه دون المحافظة عليه.

❖ **الاستئجار التشغيلي:** هو قيام المؤجر بصيانة الأصل وخدمته لدى المؤجر حتى نهاية مدة الاستئجار مع إضافة هذه التكلفة إلى فاتورة المستأجر وقد يعرفه البعض "باستئجار الخدمات"³.

2.1.2.1. التمويل الذاتي: قبل التطرق إلى مفهوم التمويل الذاتي، ينبغي أولا المرور إلى مفهوم قدرة

التمويل الذاتي، وهذا لنقادي الخلط واللبس بين المفهومين.

¹ نظير رياض محمد، الإدارة المالية، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، 2001، ص76.84.

² عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص388.

³ محمد صالح الحناوي وإبراهيم سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999، ص299.

فقدرة التمويل الذاتي هي: "الفائض النقدي الصافي الإجمالي، ويقصد بالصافي أن هذا المؤشر يحسب بعد الضريبة، أما الإجمالي فيفسر من خلال اعتباره ناتجا عن جملة نشاطات المؤسسة، وهذا ما يجعله يختلف عن فائض الإستغلال الخام، الذي يمثل التدفق النقدي الناتج عن الإستغلال"¹.

❖ **تعريف التمويل الذاتي:** يعرف التمويل الذاتي على أنه إمكانية المؤسسة لتمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة، هذه النتيجة يضاف إليها عنصرين هامين يعتبران موردا داخليا للمؤسسة وهما الإهلاكات والمؤونات.

❖ **مكونات التمويل الذاتي:** يتكون التمويل الذاتي من الفائض النقدي الصافي، يشمل النتيجة الصافية، مضافا لها الإهلاكات والمؤونات:²

الإهلاكات: يعرف الإهلاك على أنه تلك المبالغ السنوية المخصصة لتعويض النقص التدريجي الذي يحدث بصورة فعلية أو معنوية على عناصر الاستثمارات التي تتدهور قيمتها مع مرور الزمن نتيجة الاستعمال أو التلف أو التقادم التكنولوجي.

المؤونات ذات الطابع الاحتياطي: تعرف المؤونات على أنها مكون مالي من أموال المؤسسة يحتجز لغرض مواجهة خسائر محتملة، أو أعباء ممكنة الحدوث في المستقبل، حيث تبقى مجمدة في المؤسسة لحين حدوث الخطر أو العبء المكون لأجله هذه المؤونة أو زوال الخطر المحتمل.

سياسة توزيع الأرباح: تمثل الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة، أوليتم وضعه كإحتياطات. وتستخدم هذه الأرباح لتمويل عمليات النمو والتوسع.

❖ **أهمية التمويل الذاتي:** يلعب التمويل الذاتي دورا أساسيا في تمويل المؤسسة، فهو مكمل أساسي وضروري لكل عمليات الإقتراض، وبذلك يمكن أن يستعمل في الأغراض التالية:

- إمكانية تمويل الاستثمارات، بحيث يؤخذ بعين الإعتبار في برامج الإستثمار.
- يشكل التمويل الذاتي متغيرا إستراتيجيا في نمو المؤسسة وتوسعها، فمن خلال وجود حجم التمويل الذاتي بقدر كاف، تستطيع المؤسسة رفع درجة الإستغلال المالي، وحرية اتخاذ القرارات.
- قد يعتبر التمويل الذاتي مؤشرا يدل على مردودية المؤسسة وسلامة اختياراتها المالية.

¹G.Duppallens & J-P Joband, **Gestion financier de l'entreprise**, édition Sirey, France, 1997, P196.

²هبة حفيان وزينب خرخاش، أهمية مصادر التمويل في تحسين الميزة التنافسية "دراسة حالة مركب بن عمر"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، تخصص: مالية مؤسسات، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2010-2011، ص66-67.

3.1.2.1. التمويل بـ "رأس المال السهمي":

❖ **تعريف الأسهم:** وهي أوراق مالية تمثل حق المساهمة في المؤسسة المصدرة¹. وتنقسم في الغالب إلى نوعين:

الأسهم العادية: تمثل المصدر الأول للتمويل في المشروعات الجديدة، وهي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، وتعرف أيضا بحقوق الملكية العادية².

الأسهم الممتازة: يمثل السهم الممتاز سند ملكية يسمى أيضا الأولوية أو سهم الأفضلية، وهو يشبه السهم العادي من حيث القيمة الاسمية، ويتجاوزته من حيث الالتزامات التي تلتزم بها المؤسسة³.

2.2.1. التمويل بالاقتراض: تختلف الديون حسب مددها وأنواعها، ولعل أبرزها ما يلي:

1.2.2.1. **الائتمان التجاري:** هو الائتمان الناتج بين المنشآت من خلال المبيعات الآجلة، حيث يسجل من قبل المشتري على أنه حسابات دائنة وأوراق دفع ومن قبل البائع على أنه حسابات مدينة وأوراق قبض، ويعد الائتمان التجاري مصدرا تمويليا تلقائيا للمنشأة لأنه يرتبط بالمشتريات الآجلة التي تحصل عليها. ويتحدد حجمه بعاملين: حجم المشتريات الآجلة، ومدة الائتمان. وينقسم عادة من:

❖ **ائتمان تجاري مجاني:** وهو الائتمان الذي يقع ضمن المدة المتفق عليها في منح الائتمان التجاري ويمكن للمنشأة الاستفادة منه.

❖ **ائتمان تجاري ذو كلفة:** وهو الائتمان التجاري الذي يقع ضمن المدة اللاحقة للمدة المتفق عليها كأن يكون بعد مدة سماح 10 أيام للتسديد، وفي هذه الحالة على الإدارة المالية أن تقارن بين كلفة كل من الائتمان التجاري والاقتراض لأجل التسديد. ويمكن اللجوء أيضا إلى التمديد في المدة⁴.

2.2.2.1. **الائتمان المصرفي:** تعد القروض المصرفية قصيرة الأجل ثاني أكبر مصادر التمويل في المؤسسة، ولكن لا تعتبر القروض المصرفية مصدرا تلقائيا لتمويل عمليات المؤسسة، فهي لا ترتبط تلقائيا بالمشتريات الآجلة. وإنما تستعمل في تمويل المؤسسة من خلال استفادتها من الخصم النقدي الممنوح لها. وهناك عدة أنواع لهذه القروض أهمها⁵:

❖ **الرصيد المدين في الحساب الجاري:** وهو المبلغ المتفق عليه مسبقا بين البنك والمؤسسة والذي يمكن للأخير سحب رصيد يفوق ما لديه في الحساب الجاري.

¹Poulon Frédéric, *Manuel D'économie Générale*, Ed: Dunod, France, 1998, P 192.

²عبد الغفار حنفي ورسيمة قرياقض، أسواق المال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص16.

³منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في التمويل، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 2003، ص20.

⁴عبد الستار الصياح وسعود العامري، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2007، ص241-246.

⁵نفس المرجع السابق، ص246-248.

❖ **خصم الأوراق التجارية:** فعندما تحتاج المؤسسة إلى تمويل، تقوم بخصم تلك الأوراق لدى البنك بسعر فائدة متفق عليه.

❖ **السلف:** وهي قروض مصرفية يتم الاتفاق عليها بين المؤسسة والبنك، بحيث تحصل المؤسسة على القروض وتحتسب الفائدة على مجموع السلفة، سواء تم استقطاع الفائدة عند الاستفاد من السلفة أو عند التسديد، وسواء كان التسديد بقسط واحد أو على عدة أقساط، وغالبا ما تعزز السلفة بورقة قبض تحررها المؤسسة لصالح البنك.

❖ **الأرصدة المعوضة:** هي ترتيب تم بمقتضاه التزام المؤسسة بعدم سحب كل القرض المصرفي الذي تحصل عليه، على الرغم من أن الفائدة تحتسب على كامل القرض.

3.2.2.1. التمويل بقروض مباشرة متوسطة الأجل: تتراوح مدة القروض المتوسطة الأجل في العادة من سنة إلى سبع سنوات، موجهة أساسا لتمويل الاستثمارات من تجهيزات ومعدات الإنتاج وأغلب هذه القروض مرهونة بضمان. ويصحب هذا القرض في بعض الأحيان مجموعة من الشروط، لعل أبرزها: "إستخدام القرض بالكيفية المتفق عليها، تحديد سقف المديونية لضمان سداد المؤسسة لديونها مستقبلا، تحديد نسبة توزيع الأرباح على المساهمين"¹. ومن أنواع هذه القروض:²

❖ **قروض المدة:** هي قروض تتراوح مدتها من سنة إلى سبع سنوات، وغالبا ما يتم الحصول على هذا النوع من القروض من البنوك المتخصصة، والقروض تسدد على أقساط دورية لا يشترط فيها التساوي.

❖ **قروض التجهيزات:** يمكن للشركات التي تريد تمويل شراء تجهيزات جديدة محددة اللجوء إلى البنوك للحصول على ما يعرف بقروض التجهيزات، وفي المقابل يقوم البنك بوضع حجز على التجهيزات التي تم تمويلها كعامل ضمان له.

4.2.2.1. القروض المصرفية طويلة الأجل: يعد الاقتراض طويل الأجل أحد النشاطات الرئيسية للمؤسسات الإستثمارية بشتى أشكالها، وتعتبر المؤسسات المالية الطرف الوسيط بين مدخري الأموال ومستخدميها. إن القروض طويلة الأجل هي عبارة عن عقد يتم بين المؤسسات المالية والمؤسسة الطالبة للقرض.³

❖ **التمويل بواسطة القرض السندي:** يمكن للمؤسسات المسعرة في البورصة، أن تصدر سندات في السوق المالية، حيث تعتبر هذه السندات بمثابة قروض طويلة الأجل لتمويل الحاجات المالية للمؤسسة.

¹ مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2004، ص189-190.
² نور الدين خبابة، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1997، ص482-484.
³ نفس المرجع السابق، ص500-501..

والسند هو عبارة عن عقد أو اتفاق بين طرف مقرض (المؤسسة)، أما الطرف الثاني المقرض (فهو في العادة يمثل شخصا طبيعيا أو معنويا)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الثاني مبلغا معيناً للطرف الأول الذي يتعهد برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة.

على أثر التعريف السابق يمكن التعرف على الخصائص التي يتمتع بها القرض السندي والتي من أهمها:
- هو عبارة عن اتفاق مكتوب ومؤشر بختم الطرف الذي أنشأه وفيه يتعهد بدفع فائدة دورية ودفع المبلغ المتفق عليه في تاريخ مستقبلي محدد أو مقرر؛

- هو عبارة عن مستند مديونية تصدره المنشآت ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق كما يعطيه أيضا الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية¹.

2. مفهوم تكلفة التمويل وأهمية تحديدها:

1.2 مفهوم تكلفة التمويل: يعد مفهوم تكلفة التمويل من المفاهيم التي لم يتم الاتفاق فيها، إلا أن أكثر التعاريف استعمالاً هو التعريف الذي يقوم على أن تكلفة التمويل عبارة عن معدل العائد الأدنى المطلوب على الاستثمار بحيث يجعل القيمة السوقية لأسهم المؤسسة ثابتة.

كما حددت بكونها المبلغ الذي يجب دفعه للحصول على الأموال اللازمة لإستخدامات المؤسسة، وفيما إذا كانت هذه المبالغ ستحقق معدل عائد أقل أو أكبر من المعدل المدفوع للحصول عليها².

ويمكن الإشارة إليها أيضا بأنها: عبارة عن معدلات العائد المتوقعة لكافة مصادر التمويل في المؤسسة سواء أموال الملكية، أو أموال الاقتراض³، ويرجع ذلك إلى أن المقدار المعين من الأموال الذي تستخدمه المؤسسة لتمويل استثماراتها المقترحة يأتي عادة من مصادر مختلفة، وبالتالي فإن تكلفة كل نوع من هذه المصادر يختلف عن غيره، ولذا فمن الخطأ أخذ تكلفة نوع واحد واعتباره تكلفة للأموال المستثمرة في المؤسسة⁴.

2.2 أهمية تكلفة التمويل: يمكن إبراز أهمية تكلفة التمويل فيما يلي:

- تحديد تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل يساعد الإدارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق باختيار أنسبها من ناحية التكلفة، حيث يقتضي المنطق المالي - وعند تساوي الشروط الأخرى المتعلقة بكل مصدر - أن يتم اختيار المصدر الذي يحمل المؤسسة أقل تكلفة⁵.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 25-26.

² محمد سويلم، الإدارة المالية في ظل الكوكبية، جامعة المنصورة، مصر 1997 ص 50

³ H.Bierman et autres, *la préparation des financières dans l'entreprise*, 2^e Edition dunod, 1972 p168

⁴ Stevenson Richard, *Foundations Of Financial Management*, 4th Edition, 1998, p8.

⁵ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997، ص 292.

- الهيكل المالي يمكن أن يؤثر على كل من حجم ودرجة المخاطرة على أرباح المؤسسة وكذلك قيمتها.
 - تفيد تكلفة التمويل في تقييم المشروعات التي تستخدم فيها الأموال فإن تبين أن تكلفة التمويل تزيد عن العائد المتوقع أصبحت عبئاً على إدارة المؤسسة أما إذا حسبت تكلفة التمويل وقدر عائدها بدقة مقدماً فإنه يمكن لإدارة المؤسسة أن تتفادى الدخول في المشروعات الغير مجزية¹.
 - قرارات الموازنة المالية لها تأثير رئيسي على المؤسسة وإعداد الموازنة بشكل صحيح يتطلب تقديراً لتكلفة التمويل.

- يفيد حساب تكلفة التمويل في إجراء مفاضلة بين المشروعات الصناعية ذاتها وتحديد مدلولاتها، بالإضافة إلى دورها في قرارات التسعير والربط بين قيم، المؤسسة، في السوق وبين هيكلها المالي.
 - إن العديد من القرارات المالية، ومنها تلك المرتبطة بالاستئجار وإعادة تحويل السندات يتطلب حساباً دقيقاً لتكلفة التمويل.

- إن تدنية تكلفة التمويل كهدف استراتيجي للإدارة المالية، يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة ومن ضمنها الأموال بحدودها الدنيا ولغرض تخفيض تكلفة التمويل يتطلب حسابها².

3. العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل: تكلفة التمويل كغيرها من التكاليف تتأثر بعوامل، منها العام الذي يؤثر على كافة العناصر، والخاص الذي يتعلق بكل عنصر دون نسيان القرار المحدد للخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه³.

1.3. العوامل العامة: يتوقع المستثمرون في المؤسسة الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق إشباعات حاضرة كنتيجة لتوجيه أموالهم للاستثمار، بالإضافة إلى عائد يعوضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم⁴.

2.3. العوامل الخاصة بكل عنصر: تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها فالمعرضون أقل تعرضاً للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس. يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة، وهكذا يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة فهم يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمل الآخرون.

¹ احمد العلي اسعد ، الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل، الأردن، 2010، ص339.

² عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الصفاء، عمان، 2000، ص220.

³ محمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008، ص87-88.

⁴ منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره، ص213.

3.3. قرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي: عادة ما تضع المؤسسة سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه. فقد تقرر المؤسسة مثلاً الاعتماد على القروض وحقوق الملكية في تمويل استثماراتها كما قد تقرر نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه. وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة التمويل وفقاً لقرار المؤسسة.

المطلب الثاني: تقدير تكلفة مصادر التمويل

يعتبر تقدير تكلفة المصادر التمويلية من أهم الأساسيات التي تعتمد عليها المؤسسة خاصة في تحديد إيراداتها ومدى فعاليتها، وكذا تأثيرها على الهيكل التمويل.

1. تكلفة التمويل بأموال الملكية

1.1. تكلفة التمويل بالاستئجار: تتمثل تكلفة الاستئجار في دفعة الاستئجار التي يجب على المؤسسة المستأجرة تسديدها دورياً ولحساب دفعات الإيجار يجب الآن بنسبة الفائدة المطلوبة التي يدفعها المستأجر فهي تضمن للمؤجر استرجاع قيمة الأصل وتحقيق عائد بنسبة معينة¹. ولحساب تكلفة الاستئجار تستخدم العلاقة التالية:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Lt(1-h) + Am \times h}{(1+r)^t} + \frac{Rn(1-h)}{(1+r)^n}$$

حيث: n : عدد السنوات، V_0 : القيمة الحالية الصافية للاستثمار تكلفة الاستئجار، AM : الإهلاكات،

LT : الإيجار السنوي، Vr : قيمة خيار الشراء، h : معدل الضريبة.

2.1. تكلفة التمويل الذاتي: يبدو في بعض الأحيان، بأن التمويل الذاتي يملك مظهراً مجانياً، كون المؤسسة لا تدفع عنه فوائد، لكن الحقيقة عكس ذلك، إذ أن للتمويل الذاتي تكلفة ضمنية تتمثل في تكلفة الفرصة الضائعة، وهي تمثل القيمة المتوقعة من قبل المستثمرين عند تقرير الاستثمار في مشروع معين، وهذا بإدخال مفهوم الفرصة البديلة.

$$K_A = (D_1/P_0) + G$$

1.2.1. تكلفة الأرباح المحتجزة: الأرباح المحتجزة هي جزء من الإيرادات الحالية التي لا توزع على حملة الأسهم العادية، تحتفظ بها المؤسسة قصد استثمارها، وبالرغم من أن المؤسسة لم تدفع توزيعات على هذه الأرباح إلا أن تكلفتها تتمثل في العائد الذي كان من الممكن تحقيقه فيما لو أن هذه المقادير كانت

¹ نور الدين خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 269.

قد استثمرت في مجالات أخرى، واحتفاظ المؤسسة بهذه الأرباح إنما هو التزام بتحقيق عائد في السنوات القادمة لا يقل عن العائد المحقق حالياً بعد إجراءات التعديلات الضريبية عليها¹.

الأرباح المحتجزة مصدر تمويل ذو تكلفة تكاد تكون معدومة إذا خصمت من الوعاء الضريبي وخاصة إذا حظي أصحابها بميزة ضريبية، وعليه فتكلفة الأرباح المحتجزة:

التوزيع المتوقع للسهم/(القيمة السوقية الحالية للسهم + النمو المتوقع للتوزيعات).

أما إذا كان هناك تشجيع خاص من الدولة لبعض المؤسسات واعتبر العائد على الأرباح المحتجزة كأبي عبء من أعباء المؤسسة:

(التوزيع المتوقع - ضريبة على الأرباح)/(القيمة السوقية الحالية للسهم + النمو المتوقع للأرباح).

2.2.1. تكلفة التمويل الخاصة بالتقييم المحاسبي: حسب هذه الطريقة، فإن تكلفة التمويل الخاصة محاسباتكون عبارة عن حاصل قسمة الأرباح الصافية على مجموع الأموال الخاصة للمؤسسة. بذلك

يمكن صياغة هذه الفكرة علال نحو التالي:

$$Ks=B/S$$

حيث تعتبر: B - الأرباح الصافية للمؤسسة. $-Ks$ - تكلفة التمويل الخاصة. S - مجموع الأموال الخاصة.

يعاب على هذه الطريقة، أنها لا تأخذ في الاعتبار حاصل الزمن، من حيث توقيت الحصول على الأرباح، كما لا تعتبر بالتغيرات الخارجية المتوقع حدوثها في السوق. وأيضاً يعاب عليها بعدم الاعتبار بمعامل التضخم في معالجة المعطيات المحاسبية².

3.1. تكلفة التمويل برأس المال:³

1.3.1. تكلفة الأسهم العادية: تتمثل تكلفة الأسهم العادية في حصص الأرباح التي يتحصل عليها حملة

هذه الأسهم سنوياً من قبل المؤسسة، وهذا بالإضافة إلى مصاريف إصدار واكتتاب هذه الأسهم.

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_t}{(1+K_c)^t} + \frac{P_n}{(1+K_c)^n}$$

حيث تمثل: P_0 - قيمة السهم عند إصداره. $-D_t$ - حصص التوزيعات السنوية خلال الفترة t .

$-K_c$ - تكلفة السهم العادي. $-P_n$ - السعر المتوقع للسهم في السوق خلال الفترة n .

¹ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1993 ص 451 و526.

² جلال حمري، تكلفة التمويل والاثـر الضريبي على اختيار هيكل تمويل المؤسسة، تاريخ الاطلاع <http://etudiantdz.net/vb/t19864.html>

2012/05/10

³ مبارك لسلوس، مرجع سبق ذكره، ص 181.

2.3.1. تكلفة الأسهم الممتازة: تمثل تكلفة الأسهم الممتازة قيمة العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريق الأسهم الممتازة، حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير. هذا المعدل عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد، مقسوماً على صافي القسيمة، التي تحصل عليها المؤسسة جراء بيع سهم واحد ممتاز من إصدار جديد لهذه الأسهم. أي قيمة السهم مخصوماً منها تكاليف إصدار الأسهم، وبذلك يمكن صياغة المعادلة التالية: $K_p = D_p / P_m$

حيث: K_p - تكلفة السهم الممتاز. $-P_m$ - صافي قيمة السهم $= p(1-F)$ ، لاستبيان تكاليف الإصدار. $-D_p$ - قيمة التوزيع الثابتة للسهم. حيث: F - نسبة المصاريف إلى سعر السهم.

2. تكلفة التمويل بالاقتراض:

1.2. تكلفة القروض قصيرة الأجل: اختلف كتاب المالية بشأن إدراج تكلفة الديون قصيرة الأجل، ضمن مجموع تكاليف رأس المال، ويرجع ذلك لعدة اعتبارات منها: ضرورة اعتبار الديون قصيرة الأجل عنصراً أساسياً في تمويل الاستثمارات، وبذلك يجب حساب تكلفتها بما أن الديون قصيرة الأجل غير مخصصة لتمويل الاستثمارات، أن تكون لها تكلفة، حيث أن حجمها عادة ما يكون قليل في الهيكل التمويلي للمؤسسة.

1.2.1. تكلفة الائتمان التجاري: لحساب تكلفة الائتمان التجاري، يستخدم مفهوم تكلفة الفرصة الضائعة، ويقارن ذلك مع مختلف موارد التمويل الأخرى المتاحة. بما أن الائتمان التجاري يتضمن مهلة التسديد يمنحها المورد للزبون، ففي حالة غياب الخصم النقدي يمكن اعتبار الائتمان التجاري تمويل مجاني. إلا أنه يمكن أن يصبح مكلفاً بحيث يعرض المؤسسة لفقدان سمعتها في السوق وقد يؤدي إلى إفلاسها في حالة سوء استخدامه.

2.2.1. تكلفة الائتمان المصرفي: تنحصر تكلفة الائتمان المصرفي أساساً في معدل الفائدة المطبق على القروض التي تمنحها البنوك للمؤسسة، بالإضافة إلى تكلفة الخصم والعمولات المرتبطة بخصم الأوراق التجارية قبل تاريخ استحقاقها¹.

2.2. تكلفة القروض طويلة الأجل:² تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي ستدفعه المؤسسة للمقترض. وبما أن فوائد القروض تعتبر من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل، فإن المؤسسة تحقق من ورائها وفورات ضريبية، تتمثل في مقدار الفائدة مضروباً في معدل الضريبة. وتحسب تكلفة الاقتراض انطلاقاً من المعادلة التالية:

¹ جلال حمري، تكلفة التمويل والأثر الضريبي على اختيار هيكل تمويل المؤسسة، تاريخ الاطلاع <http://etudiantdz.net/vb/t19864.html> 2012/05/10

² مبارك لسوس، مرجع سابق، ص 193.

$$V_0 = S_1/(1+r) + \dots + S_n/(1+r)^n + S_{Rn}/(1+r)^n$$

حيث تمثل: $-V_0$ القيمة الحالية للقرض. $-S_{Rn}$ المبلغ المدفوع في نهاية الفترة. $-S_1 \dots S_n$ الدفعة السنوية. $-r$ معدل تكلفة الاقتراض.

3. التكلفة الإجمالية للتمويل: يمكن التعرف على تكلفة المصادر المكونة للهيكل التمويلي للمؤسسة مجتمعة، وذلك من خلال تحديد التشكيلة المناسبة التي يتكون منها الهيكل التمويلي. ولا يتحقق ذلك إلا من خلال تحديد كلاً من التكلفة الوسطية المرجحة لتمويل بالإضافة إلى تقدير التكلفة الحدية.

في هذه الحالة يتم حساب متوسط تكلفة التمويل للهيكل المالي، وذلك من خلال استخراج المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان الفعلية لمصادر التمويل المختلفة المكونة للهيكل التمويلي للمؤسسة. يتم هذا الترتيب من خلال منح وزن يعادل نسبة كل مصدر من مصادر التمويل إلى مجموع المصادر المكونة للهيكل التمويلي. وبهذا تحدد التكلفة المرجحة للأموال على النحو التالي:

$$K(cmp) = K_1 \frac{L_1}{V} + K_2 \frac{L_2}{V} + \dots + K_n \frac{L_n}{V}$$

حيث: $-K_1 \dots K_n$ تكاليف مختلف مصادر التمويل. $-V$ القيمة الإجمالية لمختلف مصادر التمويل. $-L_1 \dots L_n$ قيم عناصر الاستخدامات.

يتم تحديد التكلفة المتوسطة في هذه الحالة على أساس القيمة المحاسبية، لتحديد نسبة كل مورد من موارد التمويل، وذلك لصعوبة تحديد القيمة السوقية لبعض العناصر مثل الأوراق المالية غير المتداولة في البورصة التي يصعب تقدير القيمة الحقيقية لها¹.

المبحث الثاني: الصعوبات التي تواجه المؤسسة اقتصاديات الإفلاس

يعتبر الإفلاس من المخاطر المختلفة عن غيرها وذلك كون أن خطره شاملاً حيث يعود على جميع المتعاملين لهذا حاولنا في هذا المبحث التطرق إلى الإفلاس بكل ما يشمل من مفهوم وأسباب، بالإضافة إلى التكاليف الناجمة عنها وغيرها وذلك كمحاولة للتعرف على هذا الخطر.

المطلب الأول: ماهية الإفلاس

1. مفهوم الإفلاس وأهمية التنبؤ به:

1.1. مفهوم الإفلاس: يبدأ ظهور الإفلاس عند وقوع المؤسسة في أزمة خزينة ناجمة عن فقدان السيولة (الإعسار الفني)، فيها تظهر المؤسسة غير قادرة على تسديد التزاماتها نحو الدائنين ما يدفعها للجوء إلى

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 526.

إستخدام قروض جديدة فإذا استمر هذا العجز فستقع المؤسسة في حالة توقف نهائي عن الدفع (الإعسار الحقيقي) يضعها في إطار التصحيح أو التصفية.

ولهذا لم يتم الاتفاق في تحديد مفهوم محدد حول الإفلاس وخطره حيث يمكن تعريفه من الناحية القانونية إلى حالة الإفلاس القضائي التي تتعرض له المؤسسة (يقتصر على التجار) كنتيجة لتوقفها عن سداد ديونها في مواعيد استحقاقها، بحيث يتم إشهار إفلاسها وذلك بحكم من المحكمة المختصة بغرض تصفيتها وبيعها تمهيدا لتسديد هذه الديون إلى أصحابها¹.

أما من الناحية المالية يمكن تعريفه بأنه عبارة عن الخطر المتعلق بعدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها الخاصة بالديون المالية ويزداد مستوى الخطر كلما رفض المقرضون منح المزيد من القروض أو منحها ولكن بضمانات كبيرة.

كذلك يمكن أن يعرف بعدم قدرة المؤسسة على تحقيق معدل عائد على الإستخدامات المستثمرة يساوي على الأقل أو يفوق التكلفة الوسطية المرجحة².

2.1. أهمية التنبؤ بالإفلاس: تكمن أهمية التنبؤ بالإفلاس من خلال الآتي³:

- التأكد من قدرة المؤسسة على خدمة التمويل الممنوح.
 - تحديد أسعار وشروط التمويل مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطر التي تؤدي إلى الإفلاس.
 - التعاون مع المشروع لإيجاد الحلول المناسبة.
 - برمجة الانسحاب من حيث التوقيت والكيفية.
- 2. مظاهر الإفلاس "العجز المالي":** إن أعراض الإفلاس ماهي إلا ظواهر يتضح من خلالها أن المؤسسة تعاني من نقص في السيولة، ولذلك فإن التعرف على أسباب هذه الظواهر يمكن الإدارة من اتخاذ الإجراءات اللازمة لإصلاحها في الوقت المناسب، وفيما يلي نوضح أهمها:

1.2. على مستوى الخزينة⁴:

- احتياج رأس مال عامل كبير مقارنة مع المؤسسات التي تنتمي إلى نفس القطاع.
- تمويل الاستثمار عن طريق موارد مالية قصيرة الأجل.
- المردودية، هامش الربح ورأس المال العامل غير كافية.
- النتيجة المالية سالبة على مدى عدة دورات استغلال.

¹ حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2011، ص108-109.

² عبد الله، خالد أمين، التحليل المالي لغايات التنبؤ بالفشل، مجلة المصارف العربية، العدد 148، 1993، ص35

³ فرد ويستون بوجين بوجام، التمويل الإداري، ترجمة (عبدالرحمن دعالة، بيلة عبد الفتاح السيد النعماني)، الجزء الثاني، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، جامعة الملك سعود القصيم، 1992، ص578.

⁴ جهيدة نسيلي، المرجع السابق ص63-64.

- التخلص من المخزون بأسعار زهيدة من أجل تمويل الخزينة.
- إرتفاع قيمة الديون.
- عدم تسديد المصاريف الجبائية.
- تباطؤ حركة الحساب الجاري للمؤسسة بالبنك خاصة من جانب الإيداع مما يعبر عن اختلال في ظروف التحصيل ونقص قدرة المؤسسة على الحصول على سيولة كافية لسداد التزاماتها.
- تباطؤ حركة المبيعات وانخفاض القدرة التسويقية والتصريفية للمؤسسة.
- إرتفاع نسبة المصاريف والتكاليف الثابتة إلى إجمالي النشاط وبصفة خاصة بالنسبة لرقم الأعمال المحقق بالفترات السابقة.
- إنخفاض نسبة الإستخدامات المتداولة إلى الإستخدامات الثابتة ويرجع هذا إلى تراجع حجم وقيمة المستلزمات نظرا لتوقف جانب كبير من خطوط الإنتاج.
- إرتفاع نسبة التزامات المؤسسة القصيرة الأجل خاصة بالنسبة للموردين والبنوك حيث تسعى المؤسسة جاهدة إلى الحصول على تسهيلات ائتمانية لتغطية عجز السيولة لديها.
- زيادة المخصصات المختلفة وتقلص هوامش الربح وهو أمر ناجم عن زيادة الديون المعدومة فضلا عن الخسائر المختلفة الناجمة عن سوء الإدارة وعدم قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها.
- إنخفاض معد دوران المخزون سواء من الإنتاج تام الصنع أو من الموارد الخام وهو أمر ناجم عن إزدياد تعطيل خطوط الإنتاج وتوقف جزء كبير منها عن العمل.

2.2. مظاهر العجز على مستوى التسيير:

- وضعية المؤسسة في السوق ضعيفة.
- إرتفاع تكاليف الهياكل السلمية.
- إنخفاض الإنتاج وإرتفاع تكاليف التموين.

3. مراحل الإفلاس:

- 1.3. مرحلة حدوث العارض: وهو البداية الحقيقية للعجز، إذ يحدث عارض ما، فإذا إنتبه المسير المالي وأدرك خطورته، يمكن تلافيه أما إذا إستهان به يبدأ العجز ومن أمثلة الحوادث العارضة مايلي:
 - الدخول في إلتزامات غير مخططة قد تخلق عبئا على المؤسسة، وبحول توازن المؤسسة إلى عجز.
 - تحقق خطر لم تستطع المؤسسة توقعه من قبل، كإكتشاف إختلاس، أو إفلاس بعض الزبائن المدينين.
- 2.3. مرحلة التغاضي عن الوضع القائم: وهي المرحلة التي لا يتم فيها إعطاء الخطر أهميته، أو التقليل من شأنه.

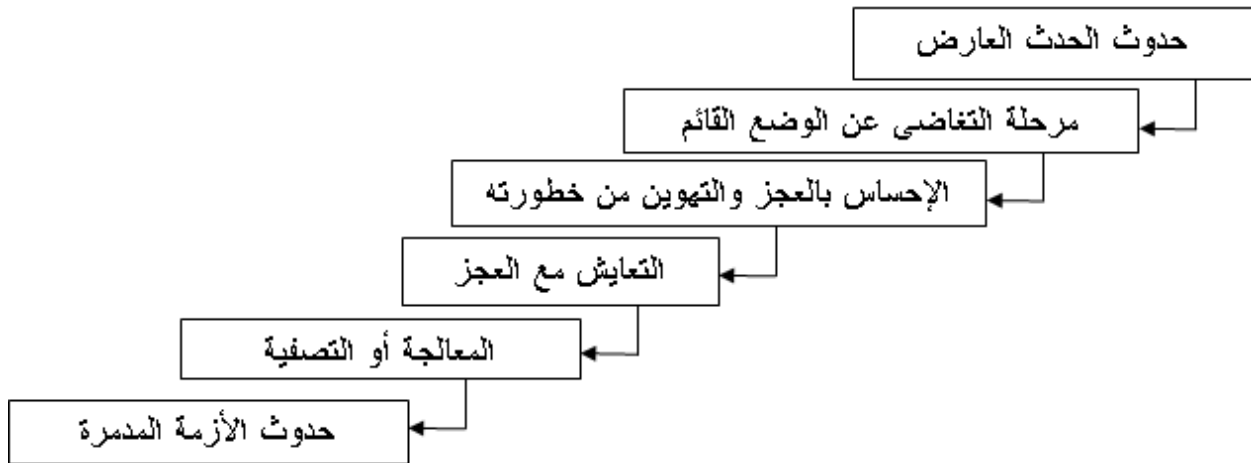
3.3. مرحلة استمرار العجز: وفي هذه المرحلة يزداد الوضع تفاقمًا، مع زيادة تجاهل متخذي القرار لخطورة الوضع، ومن ثم تتحول المشاكل الوليدة إلى مشاكل بالغة النمو، مع عدم اتخاذ الاحتياطات والإجراءات العلاجية المناسبة.

4.3. التعايش مع العجز: وهي أخطر المراحل حيث تتوقف الاستثمارات الجديدة كلية، وتتعدم أي زيادة للطاقة الإنتاجية، حيث تتحول العملية الإنتاجية إلى مجرد المحافظة على بعض الخطوط الإنتاجية القائمة.

5.3. مرحلة حدوث الأزمة: وهي المرحلة التي يتم الإعلان فيها عن عجز المؤسسة.

6.3. مرحلة المعالجة أو التصفية: عادة ما تبدأ بإعفاء مجلس الإدارة العالي الذي كان سبب في إحداث الأزمة ثم تعين مفوضين على المؤسسة ومنحه كافة السلطات والصلاحيات للقيام بعملية الإصلاح المطلوب سواء من خلال عملية الدمج أو التصفية بما يتناسب مع قدراتها الجديدة¹. والشكل التالي يبين مختلف هذه المراحل:

الشكل رقم (1-1): تسلسل مراحل الإفلاس في المؤسسة



المصدر: محسن أحمد الخضير، الديون المتعثرة "الظاهرة الأسباب والعلاج"، الطبعة الأولى، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1996، ص38.

المطلب الثاني: التكاليف الناتجة عن الإفلاس والأساليب المستخدمة في تحليله

تتمثل التكلفة الناتجة عن الإفلاس في إجمالي التكاليف التي تتحملها المؤسسة قبل وبعد إعلان التصفية، وترتبط هذه الأخيرة بالنتائج التي تحققها المؤسسة، فهذا المطلب يهتم بالتعرف على مختلف هذه التكاليف والأساليب المستخدمة في تحليل خطر الإفلاس.

1. الأسباب الأساسية للإفلاس: مما لا شك فيه أن الإفلاس لا يحدث فجأة أو من دون سبب لأنه نتيجة لسبب واحد أو أكثر ولقد أشارت إليها الكثير من الدراسات المختلفة وفيما يلي بعضها:

¹ نسيلي جهيده، اثر العجز المالي على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2004-2005، ص65-66.

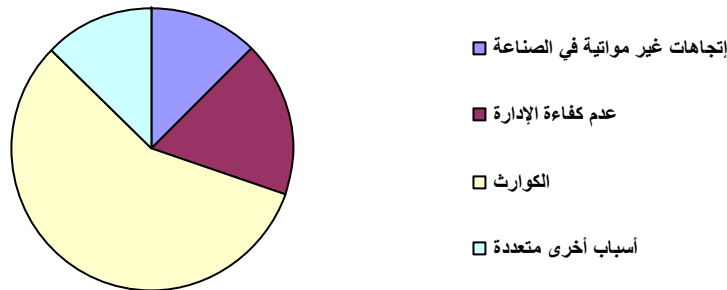
الجدول رقم (1-1): يمثل أسباب الإفلاس حسب بعض الدراسات

النسبة المئوية من الإجمالي	سبب الفشل
20%	إتجاهات غير مواتية في الصناعة
60%	عدم كفاءة الإدارة
10%	الكوارث
10%	أسباب أخرى متعددة
100%	إجمالي

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على بعض الدراسات.

من الجدول السابق نلاحظ أن العجز الإداري هو السبب الرئيسي للإفلاس وهذه النتيجة منطقية كون أن إدارة المؤسسة يجب أن تكون على استعداد للعمل في جميع الأوضاع الجيدة أو المتدهورة وأن تضع سياساتها حسب الحالة التي تعمل فيها.

الشكل رقم (1-2): توزيع نسب أسباب الإفلاس حسب بعض الدراسات



المصدر: من إعداد الطلبة

ومن خلال ما سبق يمكن تقسيم أسباب الإفلاس إلى المجموعات التالية:

1.1. الأسباب الخارجية: وتنقسم إلى:

1.1.1. أسباب تتعلق بالمخاطر الكلية:

- الظروف الاقتصادية العامة (توقعات المستثمرين، التضخم، الفائدة، ...)، أو المتعلقة بتبعية المؤسسة للأسواق الخارجية (الكساد، التضخم، ...).
- القرارات الحكومية التقييدية في مجال الائتمان، (زيادة الضرائب، قيود على العملة، ...).
- حجم التمويل وكلفته (السيولة النقدية، وأسعار الفوائد، ...).
- الظروف القاهرة (الحروب، الكوارث، ...).

2.1.1. أسباب تتعلق بمخاطر الصناعة:

- التغيير في مؤشرات السوق (الطلب على المنتجات، الأسعار، التكاليف، التكنولوجيا، المنتجات البديلة...).
- المنافسة الشديدة، وتعلق بصعوبات تقدير استراتيجيات الأثمان أو الإغراق أو تنويع المنتجات وتطورها أو بروز ابتكارات جديدة لدى المنافسين تحرم المؤسسة من الأرباح المتوقعة.

2.1. الأسباب الداخلية: تكون مرتبطة أساسا بنقص التسيير:¹**1.2.1. أسباب تتعلق بأداء المؤسسة:**

- تركيز الإدارة في شخص واحد (اتخاذ القرار بصفة فردية).
- عدم كفاءة إدارة الإنتاج في المؤسسة.
- التوسع غير المدروس في الاستثمار والمتاجرة.
- عدم القدرة على إكمال الدورة التشغيلية.
- استعمال تكنولوجيا قديمة وعدم الاهتمام بالصيانة.
- وجود تغيير هيكلي في نشاط المؤسسة أو حجمه وبقاء الإدارة السابقة كما هي.
- عدم كفاءة إدارة المبيعات في المؤسسة، والاعتماد على قاعدة ضعيفة من العملاء.
- عدم القدرة على المحافظة على الحصة السوقية.
- عدم كفاية نتيجة الإستغلال في المؤسسة.
- نمو التكاليف الثابتة بمعدلات أعلى من معدلات نمو الدخل.

2.2.1. أسباب تتعلق بالمخاطر المالية:

- عدم كفاءة الإدارة المالية للمؤسسة.
- ارتفاع مديونية المؤسسة.
- عدم المواءمة بين المديونية القصيرة الأجل والطويلة الأجل.
- عدم كفاية النقد من التشغيل لسد الاحتياجات التمويلية.
- توزيع أرباح على الرغم من الخسائر.
- الاعتماد كلياً على الاقتراض في تمويل التوسع بالإضافة إلى تشدد البنوك في منح القروض.

¹مصطفى رشدي شبيحة، اقتصاديات النقود والمصارف والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السادسة، الجزائر 1996، ص 628.

2.2. أساليب تحليل خطر الإفلاس:

1.2.2. التحليل الساكن لخطر الإفلاس: تبنى الملاءة المالية للمؤسسة من خلال قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المستحقة اتجاه الأفراد خارج المؤسسة (سداد الديون،...)، أو العمليات الجارية (سداد الفوائد، تغطية العجز،...)، أو الاقتطاعات الأساسية (الضرائب والرسوم)، لأن تحقيق التوازن المالي شرط على كل متعامل اقتصادي. كل العمليات المتعلقة بدفع الديون المستحقة تدخل ضمن الأعباء، فالتوازن المالي يمثل ضرورة حتمية. ففي الواقع يمكن الجزم مثلا بأن المؤسسة التي تمر بمرحلة صعبة يمكنها التنازل عن أي من أهداف النمو، أو أهدافها الاجتماعية برغبتها، ولكن لا يمكنها التنازل عن ملاءتها المالية، فهي شرط بقائها وإستمرارها.

وقد تواجه المؤسسة صعوبات ظرفية، وقد تتلقى فرص غير محدودة، فمثلا عند عدم تسديدها لإلتزاماتها الآجلة، أو زيادة دفعات السداد قد تعرف في نفس الوقت نمو متسارع لنشاطها¹. هذا العسر يمكن أن يؤثر على نشاط المؤسسة، ما يؤدي في النهاية إلى إفلاسها، ويمكن تقسيم أسلوب التحليل الساكن إلى:

1.1.2.2. التحليل بإستخدام الكتل المالية: تحليل رأس المال يأتي قبل أي تحليل إحصائي، فالأهداف الأساسية هي دراسة قيمة وملاءة المؤسسة. وتتمثل الأدوات الأساسية العملية لهذه الطريقة في التحليل المالي للخطر (تحليل دوران الكتلة النقدية، الإحتياج من النقود السائلة والنسب).

❖ معنى المحافظة على التوازن المالي: يتركب الهيكل المالي للمؤسسة من الإستخدامات والموارد التي تتكون بدورها من كتلتين:

كتلة دائمة (لمدة أكبر من سنة)، متكونة من الإستخدامات الثابتة، ورأس المال الخاص.

كتلة تتكون من الإستخدامات المتداولة (لمدة أقل من سنة)، متكونة من الإستخدامات المتداولة، والديون قصيرة الأجل. تكون المؤسسة ميسرة، إذا ضمننت توازن هذه الكتل خلال مدة معينة، وإذا إحتزمت القواعد المالية التالية:²

الإستخدامات ثابتة= رأس المال الخاص

الإستخدامات المتداولة= ديون قصيرة الأجل

الإحترام الدقيق لهاتين المعادلتين يوفر للمؤسسة نشاط مستمر وتمائل تام للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة. من جهة أخرى يمكن القول، أنه على المؤسسة سداد ديونها عندما تتاح لها الفرص خلال فترات معينة. والتطبيق الفعلي لهذه الموازنة صعب، لأن الإستخدامات، والموارد، لا يشتركان في نفس

¹Armand Dayan et autres, *Manuelle de Gestion, Ellipses*, 1999, France, P 132.133.

²op.cit., P134.137.

الخطر، إذن فالديون القصيرة الأجل المستحقة على المؤسسة تكون ثابتة، أما تحولات الإستخدامات المملوكة للمؤسسة فهي عشوائية. هذه الاختلافات تطرح تكوين احتياطي، بهامش أمان يمكن له أن يقابل "عدم تكافؤ مدد الاستحقاق". هذا الهامش يظهر في الأموال السائلة المتداولة.

-السيولة النقدية تسمح في الأجل القصير بتقويم خطر الإعسار. بين الإستخدامات المتداولة، هذه السيولة متواجدة بكثرة (سيولة متحصل عليها عن طريق تصريف المخزون، تحصيل الحقوق،...)، التي تقابلها الديون المستحقة، ويمكن ترجمة ذلك في المعادلات التالية:

$$\text{الإستخدامات المتداولة} = \text{ديون قصيرة الاجل} \Leftarrow \text{رأس المال العامل} = 0.$$

الملاءة في الأجل القصيرة يمكن أن تبدوا مضمونة، لكن هذا التوازن هش. ويمكن تسويتها بعدم انتظام دفعات الديون المستحقة.

$$\text{الإستخدامات المتداولة} < \text{ديون قصيرة الاجل} \Leftarrow \text{رأس المال العامل} < 0.$$

تحتفظ المؤسسة بفوائض مالية جاهزة في الأجل القصير، بالمقارنة مع الديون المستحقة في الأجل القصير، هنا تجد نفسها في وضعية مفضلة اتجاه ملاءتها المالية، لكونها قادرة على مواجهة الدائنين والوفاء باستحقاقاتها بتواجد سيولة جاهزة.

$$\text{الإستخدامات المتداولة} > \text{ديون قصيرة الاجل} \Leftarrow \text{رأس المال العامل} > 0.$$

السيولة الجاهزة لا تغطي، في الأجل، الاستحقاقات المفروضة ما يعبر عن صعوبة المؤسسة في السداد.

توجد سيولة جاهزة مهم بالنسبة للمؤسسة وهو يعبر نظريا عن وجود ملاءة مالية مرضية، هذا في الحالة العامة. ومن المستحسن والأكثر ملاءمة تواجد سيولة نقدية لتحقيق التوازن المالي. ومن الضروري الأخذ بعين الاعتبار معدل دوران الإستخدامات في الأجل القصير.

أما بالنسبة للأصول المتداولة فمعدل دورانها قصير بالنسبة للديون القصيرة الأجل، فالمؤسسة يمكنها وبدون صعوبة أن تضمن توازنها المالي. هذا في حالة المؤسسة التي تعمل في النشاط التجاري، التي تشتري على الحساب ولكنها تدفع للموردين في أقل مدة ممكنة.

عمليا هناك مؤسسات ترغم على تحقيق التوازن المالي بسبب تواجد سيولة نقدية سالبة، وهناك مؤسسات معسرة رغم تواجدها على سيولة موجبة. وهناك مؤسسات تحافظ على ملاءتها بسيولة نقدية ضعيفة، ومؤسسات أخرى تعرف صعوبات مالية بالرغم من تواجدها على سيولة نقدية عالية.

2.1.2.2. التحليل بإستخدام النسب: عند تحليل الوضع المالي يمكن إستخدام عدد كبير من النسب المالية المختلفة، نظرا لاختلاف المؤسسات وأنشطتها وأحجامها وانتماءاتها القانونية، كما تحُدُّ أنواع البيانات

والمعلومات المتاحة من طبيعة التحليل، إلا أنه وبالرغم من هذا التنوع فإنه يمكن تصنيف النسب المالية إلى الأقسام التالية:

❖ **نسب التمويل:** تساعد هذه النسب على معرفة مدى مساهمة كل مصدر تمويلي في تمويل الإستخدامات بصفة عامة والإستخدامات الثابتة بصفة خاصة:

نسبة التمويل الدائم = الموارد الدائمة/الإستخدامات الثابتة.

تشير هذه النسبة إلى مستوى تغطية الاستثمارات الصافية بالأموال الدائمة، فإذا كانت هذه النسبة أقل من 100%، فإن رأس المال العامل يكون سالبا، ما يدل على أن جزء من الإستخدامات الثابتة مغطى بقروض قصيرة الأجل وتكون المؤسسة فيه قد أخذت بشرط الملاءة بين استحقاقية الموارد وسيولتها.

نسبة التمويل الخاص = أموال خاصة/مجموع الديون × 100%. وتعني مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة¹.

نسبة تمويل الإستخدامات المتداولة = رأس المال العامل/إستخدامات متداولة ≤ 40%.

خطر عدم الوفاء = قدرة التمويل الذاتي/قسط الفائدة السنوي ≤ 2.

قدرة التمويل الذاتي يجب أن تكون أكبر أو تساوي على الأقل دفعتي إقتراض سنتين².

❖ **نسب السيولة:** يتم حسابها كعلاقة بين الإستخدامات المحققة والديون المستحقة. وأهم النسب الشائعة والمستعملة بكثرة هي:³

نسبة السيولة العامة: تقارن مجموع الأموال الجاهزة المربوطة مع الإستخدامات الجارية، ومجموع الديون المستحقة المربوطة بالديون المستحقة لمدة تقل عن سنة:

نسبة السيولة العامة = الإستخدامات المتداولة/ديون قصيرة الاجل.

نسبة السيولة الإجمالية تسمح بقياس درجة تغطية الديون القصيرة الأجل بالإستخدامات الجارية، نسبة واحدة تبين توافق تام بين الإستخدامات الجارية والموارد المتاحة. أي قيمة أكبر من الواحد تبين تواجد جزء كبير من الإستخدامات الجارية بالمقارنة مع الديون القصيرة الأجل. أو بالمقابل، إستخدام جزء كبير من الأموال الدائمة لتمويل عمليات الإستغلال.

نسبة الملاءة العامة مساوية لنسبة السيولة الجاهزة. وتحسب بالعلاقة بين رؤوس الأموال الدائمة والإستخدامات الثابتة:

نسبة السيولة العامة = الأموال الخاصة/الإستخدامات الثابتة.

¹مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 45-46.

²Alain RIVET, Op.cit. P42.

³Armand Dayan et autres, Op.cit., P 137.138.

تكون أكبر من الواحد لأن تغطية الإستخدامات الجارية تحققت بواسطة الإستخدامات الثابتة، وهي جيدة.

بالمقابل هذه النسبة لا تمثل حجة نهائية للملاءة في الأمد القصير. وتتطلب العديد من المتغيرات لحسابها، وتتأثر بطبيعة قطاع النشاط، هيكل الإستخدامات الجارية، نسبة دوران الإستخدامات والمخزونات، النشاط الموسمي...، من هنا ظهر إستخدام نسب أخرى بمطابقة كتل الميزانية، ويمكن حسابها أيضا كالتالي:

نسبة السيولة المختصرة: التي تخرج المخزون من قيمة الإستخدامات المتداولة، وتشتمل على العناصر التي تتميز بشبهة في مدد تسيلها:

$$\text{نسبة السيولة المختصرة} = (\text{الإستخدامات المتداولة} - \text{المخزونات}) / \text{ديون قصيرة الأجل}.$$

أو أيضا:

$$\text{نسبة السيولة المختصرة} = (\text{الحقوق} + \text{أوراق القبض} + \text{إستخدامات الخزينة}) / \text{ديون قصيرة الأجل}.$$

يمثل إمكانية المؤسسة في تسبيق التزاماتها في الأجل القصير مقارنة مع حقوقها المحصلة وأموالها الجاهزة. هذه النسبة تكون في العادة أكبر من الواحد.

يجب أن تحلل وتترجم بحذر، مع الأخذ بعين الاعتبار المظاهر الدقيقة المتعلقة بالحقوق، وأي نسبة محصورة بين 0.8 و 1 تبين (حسب أغلبية المختصين)، الوضعية المثلى للملاءة.

نسبة السيولة الآنية: تشتمل على العناصر الأكثر سيولة للأصول، بالإضافة للديون قصيرة الأجل:

$$\text{نسبة السيولة الآنية} = (\text{أوراق القبض} + \text{إستخدامات الخزينة}) / \text{ديون قصيرة الأجل}.$$

كل نسبة قريبة من 0.3 تبين عدم الكفاية، لتفسير هذه النسبة يجب أن تدمج معطيات أخرى متعلقة بالنشاط. أيضا، أي نسبة مرتفعة يمكن أن تشير الى ملاءة جيدة. ولكن يمكن أن تشير أيضا إلى عدم الإستخدام الكامل للموارد المتاحة. وأي قيمة مرتفعة لهذه النسبة لا تضمن الملاءة كشرط بالنسبة للأصول الأخرى التي تمتلك درجة عالية من السيولة. قيمة ضعيفة لنسبة الملاءة الآنية يمكن أن تكون متناغمة بشكل تام مع التوازن المالي الحاصل. في حالة المؤسسة التي تخفض من سيولتها، ولكنها تملك قيم من الأموال الموظفة، في مقابل الديون المستحقة.

حوصلة هذا النوع من التحليل، أنه يكون مهما عند مقارنته بعدة مؤسسات تعمل في نفس القطاع، أو بين نسب متسلسلة محسوبة لنفس المؤسسة.

❖ **نسب الدوران:** يترجم الأنظمة المتعلقة بالاستغلال، معناه مدة تحصيل الحقوق، تسديد ديون الموردين:¹

$$\text{معدل دوران الزبائن} = \frac{[(\text{الزبائن} + \text{مقبوضات للتحصيل} + \text{تسبيقات لم تمنح بعد}) / \text{رقم الأعمال السنوي}] \times 360.$$

$$\text{معدل دوران الموردون} = \frac{[(\text{الموردون} + \text{مدفوعات للتسديد}) / \text{مشتريات الفترة}] \times 360.$$

$$\text{معدل دوران البضائع} = (\text{متوسط مخزون البضاعة} / \text{تكلفة شراء البضاعة المباعة}) \times 360.$$

$$\text{معدل دوران المنتجات} = (\text{متوسط مخزون المواد واللوازم} / \text{تكلفة إنتاج المنتجات المباعة}) \times 360.$$

هذه النسب تعطي لمحة عن حياة المؤسسة ونهاية نشاطها المحاسبي.²

❖ **النسب الهيكلية:**³

الإستخدامات: هناك نسبتين متكاملتين تسمح بإعطاء وصف أصول المؤسسة.

$$\text{مكانة الإستخدامات الثابتة} = (\text{الإستخدامات الثابتة} / \text{مجموع الإستخدامات}) \times 100.$$

$$\text{مكانة الإستخدامات المتداولة} = (\text{الإستخدامات المتداولة} / \text{مجموع الإستخدامات}) \times 100.$$

الموارد: نسب الموارد تترجم وضعية تمويل الإستخدامات.

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{الديون}}{\text{مجموع الموارد}}.$$

$$\text{نسبة الإستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الموارد المستقرة}} \geq 0.5$$

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{الديون}}{\text{الأموال الخاصة}} \leq 1.$$

والنسبة التالية تعتبر مكملة للنسبة السابقة، ويجب أن تكون أكبر أو تساوي الواحد.

$$\text{نسبة المديونية القصيرة الأجل} = \frac{\text{الموارد المتداولة}}{\text{مجموع الموارد}}.$$

3.1.2.2. التحليل بطريقة التنقيط: هي طريقة تقنية للتحليل مخصصة للتشخيص على سبيل الإحتياط

للتعقبات التي تواجهها المؤسسة، ويمكن إعطاء المعادلة على الشكل التالي:

$$Z = 6,56X_1 + 3,26X_2 + 6,72X_3 + 1,05X_4$$

حيث أن:

$$X_1 = \text{إحتياجات رأس المال العامل} / \text{مجموع الإستخدامات}.$$

$$X_2 = \text{نتيجة رهن التخصيص} / \text{مجموع الإستخدامات}.$$

$$X_3 = \text{نتيجة الإستغلال} / \text{مجموع الإستخدامات}.$$

$$X_4 = \text{الأموال الخاصة} / \text{الديون الصافية}.$$

¹ Jacqueline DELAHAYE & Florence DELAHAYE, Finance d'entreprise, DUNOD, paris, 2007, 136.

² مبارك لسوس مرجع سبق ذكره، ص42-43.

³ Alain RIVET, Op.cit. P39-41.

إذا كانت $Z < -0.5$ تكون نسبة إفلاس المؤسسة مرتفعة، وإذا كانت $Z > 0.5$ إحصائية إفلاس المؤسسة ضعيفة جدا والنسبة المحصورة بينهما تمثل أحسن توازن¹.

2.2.2. أساليب التحليل الديناميكي لخطر الإفلاس: الوضعية المالية للمؤسسة تحدد بصفة عامة عن طريق قدرتها في المحافظة على درجة كافية من السيولة لتحافظ دائما على ملاءمتها، هذه الملاءمة تتمثل كقدرة على مواجهة التزاماتها². وعليه يمكن في هذا الصدد التمييز بين ثلاث أنواع من التوازن المالي:

1.2.2.2. التوازن المالي على المستوى الطويل (رأس المال العامل): يسمح بسهولة المتابع بإسقاط الاختيارات الطويلة الأجل للمؤسسة على توازنها المالي بالإضافة إلى كيفية تطور التغير في رأس المال العامل.

❖ **توزيع رأس المال العامل:** رأس المال العامل وجد لتمويل الاحتياجات وينشأ عن خزينة موجبة. والتغير في رأس المال العامل، يعبر عن التغير في احتياجات رأس المال العامل للإستغلال، وخارج الإستغلال وتحركات الخزينة.

التغير في رأس المال العامل = التغير في رأس المال العامل للإستغلال + التغير في رأس المال العامل خارج الإستغلال - التغير في الخزينة.

أي بعبارة أخرى:

التغير في رأس المال العامل = التغير في احتياجات رأس المال العامل - التغير في الخزينة.

يرتكز الجدول الآتي على ثلاثة أعمدة رئيسية: الإحتياجات، المخرجات، الفارق.

* **عمود الإحتياجات:** يشتمل على كل إرتفاع في الإستخدامات المتداولة أو الإنخفاض في الديون قصيرة الأجل.

* **عمود المخرجات:** ينتج عن كل إنخفاض في الإستخدامات المتداولة أو كل إرتفاع في الموارد المتداولة.

* **عمود النتيجة:** يحتوى على نتيجة الفرق فيما بين المخرجات والإحتياجات³.

جدول رقم (1-2): نموذج لجدول الإستخدامات والموارد

النشاط في السنة "ن"			النشاط في ن-	التغير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي
			1	
الإحتياجات	المخرجات	الفارق	الفارق	<u>التغير للإستغلال:</u>

¹Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 3^{ème} Edition, DALLOZ, Paris, France, 1988, P165-166.

²Alain RIVET, **Gestion Financière Analyse et politique financiers de l'entreprise**, ellipses, France, 2003, P25.

³ Op.cit. p68.

				<p>- تغيير أصول الإستغلال:</p> <p>* مخزونات جارية</p> <p>* تسبيقات على الطلبات</p> <p>* حقوق على العملاء، أوراق القبض ومدينو الإستغلال الأخرى (أ).....</p> <p>- التغيير في ديون الإستغلال:</p> <p>* تسبيقات مستلمة على الطلبات الجارية.....</p> <p>* الموردون، أوراق الدفع وديون الإستغلال الأخرى (ب).</p>
X	X			المجموع
		$\pm X$	$\pm X$	I التغيير الصافي للإستغلال". (ج)
				التغيير خارج الإستغلال:
				التغيير في الحسابات الأخرى (أ) (د).....
				التغيير في الدائون الأخرى (ب).....
X	X			المجموع
		$\pm X$	$\pm X$	II التغيير الصافي "خارج الإستغلال". (ج)
				المجموع
		X -	X-	احتياجات النشاط من رأس المال العامل.
		X +	X +	أو: المخرجات الصافية لرأس المال العامل للإستغلال ..
				التغيير في الخزينة:
				- التغيير في النقدية
				- التغيير في التسبيقات البنكية الجارية والرصيد المتبقي للقروض البنكية
X	X			المجموع
				III التغيير في الخزينة الصافية. (ج)
				التغيير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي:
				المجموع (III+II+I):

	-	-	الإستخدامات الصافية.....
	+	+	أو الموارد الصافية.....

SOURCE : Alain RIVET, *gestion financière « Analyse et politique financiers de l'entreprise*, ellipses, 2003, P69.

(أ). يشمل الأعباء محققة متعلقة بالنشاط أو خارج النشاط.

(ب). يشمل النواتج المحققة المتعلقة بالنشاط أو خارج النشاط.

(ج). القيم تكون متجانسة للدالة (+) لأن المخرجات تأخذها الإحتياجات والدالة (-) في الحالة العكسية.

(د). يشمل القيم المنقولة للتشغيل¹.

2.2.2.2. التوازن المالي على المستوى القصير (إحتياجات رأس المال العامل): هي نتاج إحتياجات

رأس المال العامل للإستغلال، وإحتياجات رأس المال العامل خارج الإستغلال.

إحتياجات رأس المال العامل = إحتياجات رأس المال العامل للإستغلال + إحتياجات رأس المال العامل

خارج الإستغلال = الإستخدامات المتداولة للإستغلال وخارج الإستغلال - الموارد المتداولة للإستغلال

وخارج الإستغلال.

❖ **إحتياجات رأس المال العامل للإستغلال:** هي مخرجات دورة الإستغلال وتأتي من الفرق بين:

<p>أ- الإستخدامات المتداولة للإستغلال "إحتياجات التمويل للإستغلال": تتمثل في:</p> <p>المخزونات: هي جميع عناصر المخزون المأخوذة في حساب قيمتها الاجمالية من خلال معرفة قيمتها الحقيقية.</p> <p>حقوق الإستغلال: وهي:</p> <ul style="list-style-type: none"> * حسابات العملاء وأوراق القبض. * حسومات لم تمنح بعد: لا تظهر في الميزانية ولكنها تعتبر كإلتزامات مقدمة. تضاف إلى الحقوق بهدف معرفة قيمتها الحقيقية لتحميلها على الإستغلال. تضاف قيمتها إلى الإستخدامات في مقابل ديون الخزينة للمحافظة على توازن الميزانية. * الرسم على القيمة المضافة مستحق الدفع. * تسبيقات ودفعات للمستخدمين. * تسبيقات ودفعات محولة على طلبات الإستغلال. 	<p>ب- الموارد المتداولة للإستغلال "موارد الإستغلال": تسمى أيضا ديون الإستغلال، وتتكون من:</p> <ul style="list-style-type: none"> * موردون، أوراق الدفع (مرتبطة بالمشتريات التي لم تسدد قيمتها بعد). * الرسم على القيمة المضافة للدفع. * ضرائب ورسوم (ما عدا ضرائب على الأرباح). * نواتج محققة سابقا على الإستغلال.
---	--

¹Alain RIVET, Op.cit. p69.

* أعباء محققة سابقا متعلقة بالإستغلال.

ومنه تنتج المعادلة التالية: **إحتياجات رأس المال العامل للإستغلال = الإستخدامات المتداولة للإستغلال - الموارد المتداولة للإستغلال.**

❖ **إحتياجات رأس المال العامل خارج الإستغلال:** هي التركيبات الأخرى للحقوق والديون الغير مالية، وتتكون من:

أ.الإستخدامات المتداولة خارج الإستغلال: غالبا ما تشبه بالحقوق المتنوعة. وتتكون من: * مدينون آخرون. * إشتراكات: رأس مال متوقع غير محول. * مساهمات إجتماعية. * أعباء محققة مقدمة خارج الإستغلال. * القيم المتداولة الموظفة صعبة التسييل.	ب.الموارد المتداولة خارج للإستغلال: في الغالب ما تجمع تحت حساب ديون متنوعة: * دائنون آخرون. * مؤونات الأخطار وأعباء متنوعة. * ديون مالية (ضرائب على الأرباح). * إشتراكات اجتماعية مقدمة. * نواتج محققة، محصلة خارج الإستغلال.
---	--

ومنه تنتج المعادلة التالية:

إحتياجات رأس المال العامل خارج للإستغلال = الإستخدامات المتداولة خارج للإستغلال - الموارد المتداولة خارج للإستغلال.

بصفة عامة، يعتبر رأس المال العامل للإستغلال ذا أهمية كبيرة في المعادلة الأولى، لأن رأس المال العامل خارج الإستغلال ذو صفة استثنائية¹.

وتكمن الميزة وراء التفرقة بين إحتياجات رأس المال العامل للإستغلال وإحتياجات رأس المال العامل خارج للإستغلال في تحديد دقيق لمصدر توازنها المالي (ناتج عن نشاطها أو عن العمليات الإستثنائية) وإتخاذ الإجراءات الفعالة والسريعة لإعادة التوازن².

3.2.2.2. التوازن المالي (الخزينة): في الميزانية، تلخص الخزينة في الفارق بين خزينة الإستخدامات (النقدية)، وخصوم الخزينة (الديون المالية المستحقة في الأجل القريب كالإعانات البنكية الجارية ورصيد القروض البنكية).

الخزينة = خزينة الإستخدامات - خزينة الموارد.

¹Alain RIVET, Op.cit. p70.

²Rocher M, **Le diagnostique financier**, d'organisation, France ,1998, P73.

انطلاقاً من الربط في توازن الميزانية، الخزينة تطرح من الفارق بين رأس المال العامل وإحتياجات رأس المال العامل:

جدول (1-3): الميزانية في نهاية الدورة

الموارد	الإستخدامات
الموارد المستقرة	الإستخدامات الثابتة
	إستخدامات متداولة للإستغلال وخارج الإستغلال
الموارد متداولة للإستغلال وخارج الإستغلال	إستخدامات الخزينة
	موارد الخزينة

SOURCE : Alain RIVET, gestion financier «Analyse et politique financiers de l'entreprise, ellipses, 2003, P31.

$$\text{الخزينة} = (\text{الموارد المستقرة} + \text{الموارد متداولة للإستغلال وخارج الإستغلال}) - (\text{الإستخدامات الثابتة} + \text{إستخدامات متداولة للإستغلال وخارج الإستغلال}).$$

أو:

الموارد متداولة للإستغلال وخارج الإستغلال - إستخدامات متداولة للإستغلال وخارج الإستغلال = - الاحتياج في رأس المال العامل.

ومنه: الخزينة الصافية = رأس المال العامل - الاحتياجات في رأس المال العامل.

❖ تحليل وضعية الخزينة:¹

الحالة 1: الخزينة < 0 (فائض) أي أن الاحتياجات في رأس المال العالم > رأس المال العامل، وهي حالة جيدة، ولكن يشترط لذلك ثلاثة شروط:

- أن تستمر هذه الحالة لعدة سنوات (أي التوازن الهيكلي).

- أن لا تكون بمقدار مفرط حتى لا ينجر عنها تجميد الإستخدامات (تكلفة الفرصة البديلة)، وإن حدث هذا فيجب توظيف هذه الأموال في شراء القيم المنقولة على المدى القصير.

- يتوقف مقدار الإستخدامات المجمدة في الخزينة على طبيعة نشاط المؤسسة.

الحالة 2: الخزينة < 0 (عجز) أي أن الإحتياجات في رأس المال العامل < رأس المال العامل، وهنا المؤسسة تعاني من مشكلة السيولة، ولذلك قد تلجأ إلى تسبيقات الخزينة لتغطية العجز، على أن يكون بمقدار مقبول ولا يكون بشكل هيكلي.

¹M.Rocher, Op-cit, P73.

الحالة 3: الخزينة = 0 (توازن) وهي حالة الخزينة المثلى التي تتأرجح وتتجه نحو الصفرية عبر الزمن.

جدول (1-4): جدول التوازن المالي

الموارد	الإحتياجات
رأس المال العامل الثابت	إحتياجات ثابتة للإستغلال وخارج الإستغلال
	رأس المال العامل
الخزينة ($0 < X$)	إحتياجات رأس المال العامل

SOURCE : Alain RIVET, gestion financière « Analyse et politique financières de l'entreprise, ellipses, 2003, P33.

الخزينة سالبة، رأس المال العامل لا يمول سوى جزء من الإحتياجات في رأس المال العامل، والباقي يغطي من ديون الخزينة.

4.2.2.2 القدرة على التمويل الذاتي: يمكن القول أن التمويل الذاتي جهد ينتج عن الإستغلال الإستثنائي للنواتج والأعباء المحسوبة:

جدول (1-5): قدرة التمويل الذاتي

الفائض الخام للإستغلال (أو العجز الخام للإستغلال).
+ تحويل أعباء (الإستغلال).
+ نواتج أخرى (للاستغلال).
+ أعباء أخرى (للاستغلال).
± النتيجة على العمليات المشتركة.
+ موارد مالية (ما عدا المؤونات المسترجعة).
- أعباء مالية (ما عدا حصص الإهتلاكات والمؤونات المالية).
+ نواتج غير عادية (ماعدًا نواتج الإستثمارات المتنازل عنها وحصص إعانات الإستثمارات).
- أعباء غير عادية (ما عدا النتيجة المحاسبية للإستثمارات المتنازل عنها وحصص الإهتلاكات والمؤونات الغير عادية).
- إشتراكات العاملين على نتائج التوسع.
- ضرائب على الأرباح.
= القدرة على التمويل الذاتي.

SOURCE : HUBERT de la Bruslerie, Analyse financier « information financier, diagnostic et évaluation », 4^{ème} Edition, DUNOD, Paris, 2010, P177.

❖ إستخراج الفائض الخام للإستغلال الفائض الخام للإستغلال:

جدول (1-6): جدول حسابات النتائج (جدول النتائج الوسيطة)

ن-1	ن	النتيجة 1-2	الأعباء -2-		النواتج -1-	
.....	الهامش التجاري	....	تكلفة شراء البضاعة المباعة	....	بضاعة مباعة
			مخرجات من المخزونات.	....	منتجات مباعة.
			منتجات مخزنة.
.....	نتيجة الإستغلال.	....	النتيجة	....	منتجات ثابتة.
			إستهلاكات الإستغلال الناتجة	....	نتيجة الإستغلال.
			عن الغير.	....	الهامش التجاري.
.....	القيمة المضافة	....		....	النتيجة
			ضرائب ورسوم وتسديدات	....	القيمة المضافة.
		الفائض أو العجز	....	مشابهة.	....	إعانات الإستغلال.
.....	الخام للإستغلال.	....	أعباء خاصة.	....	النتيجة
			النتيجة		

SOURCE: Alain RIVET, gestion financier « Analyse et politique financiers de l'entreprise, ellipses, 2003, P79.

5.2.2.2. أدوات خزينة الإستغلال:¹

❖ **الفائض الإجمالي للخزينة:** من جانب قدرة التمويل الذاتي المحاسبي، يلاحظ أن قدرة التمويل الذاتي الحقيقي أو الفائض الإجمالي للخزينة، تظهر المعادلة التالية:

الفائض الاجمالي للخزينة = القدرة على التمويل الذاتي - [(التغير في الحقوق + التغير في المخزونات) - التغير في ديون الإستغلال وخارج الإستغلال].

أو: **الفائض الاجمالي للخزينة = القدرة على التمويل الذاتي - التغير وإحتياجات رأس المال العامل.**

الفائض الإجمالي للخزينة يشير إلى أن تدفقات الخزينة ناتجة عن نشاط الإستغلال.

❖ **فائض خزينة الإستغلال:** تمثل الفائض الإجمالي للإستغلال المحصلة من طرف المؤسسة في نهاية السنة.

فائض خزينة الإستغلال = الفائض الخام للإستغلال - التغير في إحتياجات رأس المال العامل للإستغلال.

فائض خزينة الإستغلال يظهر ثلاثة مزايا:

- يبرز قيمة الفوائض الإجمالية لأنشطة الإستغلال للمؤسسة أيضا أصول: الشراء، البيع، مصاريف العاملين... إلخ.

¹Alain RIVET, Op.cit. p87-88.

- بغض النظر عن جميع عمليات الجرد. لأن التغير في المخزون يستبعد.
- يسمح بلائشعار، في الأجل، الصعوبات التي قد تتعرض لها خزينة المؤسسة وأسبابها، هو إذن عامل جيد لقياس خطر الإفلاس، في المقابل، يجب أن تكون الخزينة دائما إيجابية لأجل تمويل جزء من الإستثمارات المحققة على مدة الإستغلال.

3. التكاليف الناجمة عن الإفلاس: ينطوي الإفلاس الذي قد تتعرض له المؤسسة على تكاليف بعضها مباشر والبعض الآخر غير مباشر:

1.3 التكاليف المباشرة: وتمثل أكثر التكاليف وضوحا، وتنقسم هي بدورها إلى قسمين:¹

1.1.3 التكاليف الأولية: يضم هذا النوع، التكاليف الإدارية، تكاليف إعادة التنظيم والتكاليف المالية، وتمثل التكاليف الإدارية في كافة المصاريف المدفوعة للخبراء والبنوك، أما تكاليف إعادة التنظيم فتشمل تكاليف إعادة التفاوض مع المقرضين وكافة المصاريف المالية التي تنتج عن ذلك التفاوض (إعادة جدولة الدين).

2.1.3 التكاليف اللاحقة: تضم التكاليف المتعلقة بتصفية المؤسسة، كتكاليف تمثيل المصفي لأصحاب رؤوس الأموال، وتكاليف البيع الحتمي للأصول، فتلك الحتمية تفرض تخفيض قيمة الأصل عند الإفلاس عن قيمته في الظروف العادية، كما تشمل التكاليف اللاحقة مختلف التكاليف الإجتماعية والمتعلقة بدفع تعويضات المستخدمين والمسيرين.

2.2.3 التكاليف الغير مباشرة: أما التكاليف الغير مباشرة تتمثل في إنخفاض أرباح المؤسسة، إما بسبب إنخفاض كفاءة التشغيل التي عادة ما تحدث قبيل حدوث الإفلاس، أو بسبب إرتفاع حجم الفوائد نتيجة لزيادة في الأموال المقترضة، أو نتيجة لإرتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضين². بالإضافة إلى تردد الأسواق المالية في إعطاء المؤسسة تمويلا إضافيا وعندما تتدهور هذه الحالات في المؤسسة يظهر عدد من أنواع التكاليف بدرجات مختلفة للعجز المالي وحسب درجة خطورتها وتشمل مايلي:

- الحصول على الأموال اللازمة بشروط قاسية، ومعدلات مرتفعة بسبب إرتفاع التكاليف.
- فقدان العمالة ذات الخبرة، فإذا كان ازدهار المؤسسة غير مناسب، فإن الموظفين والمديرين الأكفاء سيبحثون على أماكن أخرى للعمل تكون أكثر ازدهارا.

-فقدان معظم الموردين

-فقدان المبيعات نتيجة فقد الثقة من بعض العملاء لاعتقادهم بأن المؤسسة في طريقها للفناء.

¹ تاريخ الاطلاع 13 جانفي 2012 www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/activldoclyon/ziane.pdf

² منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص318.

- عدم القدرة على التمويل تحت أي شرط من الشروط، حتى في ظل وجود مشروعات إستثمارية جيدة، نظرا لمخاطرتها العالية وذلك لأن كل الظواهر للمؤسسة غير مرغوبة.
- الحاجة إلى تصفية الإستخدامات الثابتة لمواجهة متطلبات رأس المال العامل يجبر المؤسسة على تخفيض مستوى العمليات¹.

¹ فرد ويستون، بوجين براجام، مرجع سبق ذكره، ص323-324.

خاتمة الفصل

قد أثبتت الكثير من الدراسات والبحوث أن أغلب أسباب الإفلاس ترجع في الغالب إلى عدم كفاءة الإدارة، أو عدم توافر الخبرات الإدارية اللازمة، أو عدم توازنها فيما تقوم به المؤسسة من أنشطة في مجالات الإنتاج والبيع والتمويل ومن هذا المنطلق، يتضح أن المخاطر المالية الناتجة عن عدم الإتساق بين القرارات التمويلية والموارد المتاحة، تؤدي إلى وجود الفجوة بين الإيرادات والتكاليف الإستثمارية، بالشكل الذي يزيد من إحتتمالات الإفلاس عندما يصعب مواجهة هذه التكاليف بالإيرادات المحققة. وهذا يسوقنا بالتالي إلى أهمية التعرف على العلاقة بين التمويل بالاقتراض والإفلاس، باعتبار أن هذا الأخير هو النتيجة النهائية لعملية الإفلاس في المؤسسات.

مدخل

تعتبر العلاقة بين تكلفة الإفلاس وتكلفة التمويل من أهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، حيث أنه يدور جدل بين العلماء والممارسين في هذا المجال ما إذا كانت تكلفة الإفلاس تؤثر على تكلفة التمويل أم لا، وفي حالة وجود أثر هل حجم هذا الأثر كبير أو لا يكاد يذكر، خاصة في ظل إعتقاد البعض بعدم وجود تكلفة الإفلاس أصلاً.

وبما أن تكلفة الإفلاس كما تم الذكر في الفصل السابق، تظهر عند زيادة نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية بعد نقطة معينة وأنها مرتبطة أصلاً بالإقتراض، لهذا إرتأينا في هذا الفصل توضيح العلاقة بين تكلفة الإفلاس وتكلفة التمويل من خلال تأثير الإقتراض، حيث قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: تكلفة التمويل في ظل عدم وجود تكلفة الإفلاس.

المبحث الثاني تكلفة التمويل في ظل وجود تكلفة الإفلاس.

المبحث الأول: تكلفة التمويل في ظل الإعتقاد بعدم وجود تكلفة إفلاس

قام العديد من العلماء بإسقاط إفتراضات: أن القروض خالية من مخاطر الإفلاس وعلى هذا الأساس بنو إعتقاداتهم، ومن بين هذه النظريات ما يعرف بالمنظور التقليدي والذي يشمل كل من مدخل صافي الربح، مدخل صافي ربح العمليات و التقليدي، أما من الجانب الحديث فهناك نظرية ميلر ومودكلياني وغيرهم.

المطلب الأول: قبل منظور ميلر ومودكلياني

إهتمت مختلف المدارس التقليدية بموضوع تكلفة التمويل، لهذا فهي حاولت من خلال المداخل التي تناولتها إلى محاولة تفسيرها وتأثيراتها وللوقوف أكثر على هذه المداخل سيتم التطرق إليها على حدى وهذا قصد إبراز مضمونها.

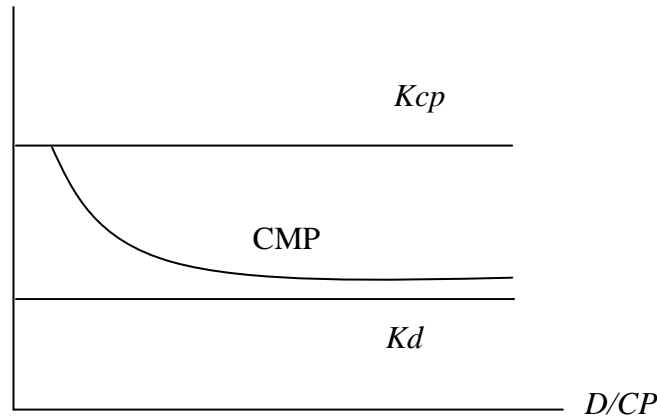
1. مدخل صافي الربح: وتقوم هذه النظرية أساسا على إفتراض أن كل مصدر تمويل يولد تكلفة خاصة به وبشكل مستقل عن هيكل التمويل وبالتالي فإن زيادة نسبة الإقتراض ($L = D/CP$) لا تؤثر على تكلفة الإقتراض Kd وتكلفة حقوق الملكية Kcp (معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضون ومعدل العائد الذي يطلبه المالك).

وبإفتراض صحة هذه النظرية فإن متوسط التكلفة الكلية لتمويل ستخفص كلما توسعت المؤسسة في إستخدام القروض، وذلك أن المقرضين حسب هذا المدخل ليس لهم أي رد فعل عند تغير الهيكل التمويلي للمؤسسة ولا يغيرون في مطالبهم تبعا لهذه التغيرات، وأن تزايد المديونية الذي من المفروض أن يزيد في المخاطرة المالية للمتعاملين مع المؤسسة، لا ينعكس على سلوكهم في شكل زيادة طلبهم لمكافئة إضافية والشكل التالي يوضح هذا¹.

¹ Elie Cohen.,gestion financière de l'entreprise et développement financier, édition UREF, Paris 1991. P242.

الشكل رقم (2-1): تأثير نسبة الإقتراض (الرافعة المالية) على تكلفة التمويل حسب هذا المدخل

تكلفة التمويل



Source: CONCO & HEMICI, op.cit,

ومن الشكل السابق نلاحظ أن معدل تكلفة التمويل الكلية تتخفض كلما زادت نسبة الاستدانة إلى CMP وتستمر هذه التكلفة في الإنخفاض إلى أن تصل إلى أدناها، وتتعاقد مع تكلفة التمويل بالإقتراض وهذا يعني طبقاً لهذا المدخل أن أفضل هيكل تمويلي هو الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من القروض ويتحقق الهيكل المالي المثالي (تكلفة التمويل في أدنا مستوياتها) عندما يتم تمويل المؤسسة بالكامل عن طريق القروض.

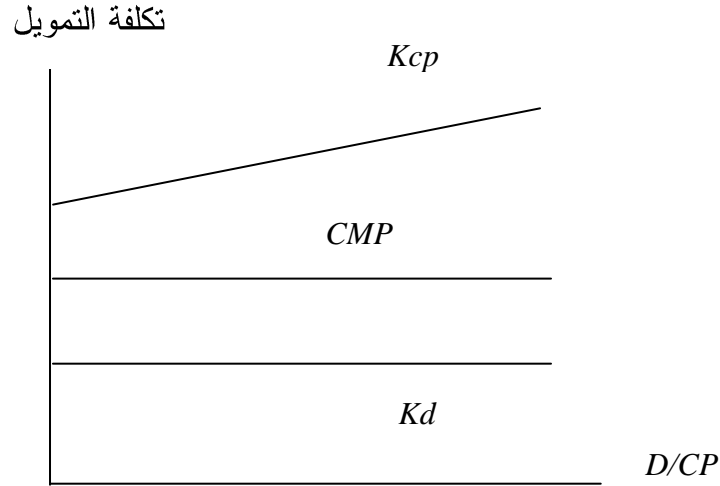
إن إفتراض ثبات تكلفة الإقتراض وتكلفة الملكية والذي يقوم عليه هذا المدخل يعني إمكانية المؤسسة الإعتماد على القروض دون أن يعرضها لمخاطر أو أن يترتب على ذلك مطالبة المقرضون زيادة في سعر الفائدة أو أي تغيير في معدل العائد المطلوب للملاك (المردودية المالية) وبالتالي فإن هذا المدخل يلغي الأثر السلبي لزيادة نسبة الإقتراض، بل يرى إلى ضرورة السعي لرفع نسبة الإستدانة إلى 100% للوصول بتكلفة التمويل حدها الأدنى، لكن هذا الإفتراض بعيد كل البعد عن الواقع العملي.

2. مدخل صافي ربح العمليات: يلاحظ أن هذا الأخير يؤيد المدخل السابق في الإفتراض أنه لا أثر لزيادة الإقتراض (الرافعة المالية) على معدل تكلفة الإقتراض (ثابتة) ، أما فيما يخص معدل تكلفة أموال الملكية فإنه يرى أنها ترتفع كلما زادت نسبة القروض.

ويستند في تحليله على أن الملاك سيكونون حذرين من المخاطر المالية لذلك فهم سيرفعون من معدل العائد المطلوب كلما زاد الإعتماد على الإقتراض وبالرغم من أن تكلفة أموال الملكية سترتفع كلما زادت نسبة الإقتراض إلا أن ثبات تكلفة الإقتراض سوف يكفل في النهاية ثبات تكلفة التمويل الكلية بسبب أن

إرتفاع تكلفة التمويل الخاصة سوف يقابلها إنخفاض بنفس القيمة في التكلفة الكلية نتيجة لزيادة الإعتماد على القروض ذات التكلفة الأقل ، مما يعني ثبات التكلفة الكلية أي أن فكرة الهيكل الأمثل غير مقبولة في هذا المدخل وهو ما يظهره الشكل التالي¹:

الشكل رقم (2-2): مدخل صافي ربح العمليات لدراسة تأثير الرافعة المالية على تكلفة التمويل



Source: CONCO & HEMICI, op.cit,

إن الإنتقادات التي يمكن توجيهها لهذه النظرية هو إهمال المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المقرضون بسبب زيادة الإقتراض، حيث ذهب هذا المدخل إلى فكرة أن تكوين وتوزيع الهيكل المالي بين الأموال الخاصة والإقتراض ليس له أهمية مما يعني أن القرارات المتعلقة بالتغير في الهيكل المالي (نسبة الإقتراض وحقوق الملكية) ليس لها أي أثر حيث تظل تكلفة التمويل ثابتة في كل الأحوال رغم إختلافها كما، أنه لم يقدم أي تفسير حول سلوك المستثمرين حيث إقتصر على تحديد علاقات وصفية فقط.

وفي نفس السياق قام دوراند بإدخال الضريبة إلى المدخلين السابقين واتضح من ذلك أن تكلفة التمويل الكلية للمؤسسة في ظل نظرية صافي ربح العمليات ستخف في حالة وجود الضريبة عكس في حالة عدم وجودها حيث تبقى ثابتة، والتي تم الإشارة إليها سابقا.

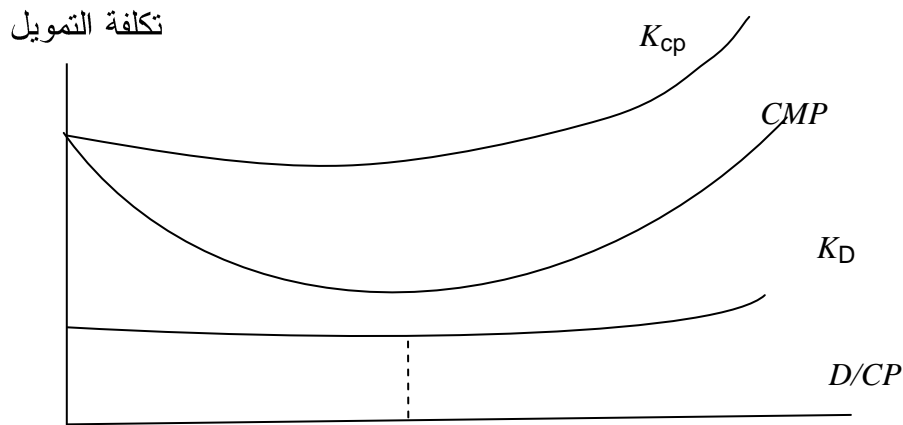
أما في ظل نظرية صافي الربح فوجد أن تكلفة التمويل الكلية للمؤسسة ستخف في وجود الضريبة أكثر من عدم وجودها².

¹ Ca. Vailhen ,Evaluation de l'entreprise et Cout du Capital Financière, Vuibert gestion, paris, 1981, p13.

³ مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية "دراسة نظرية تحليلية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة سكيكدة، الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية، بحوث إقتصادية، العدد 31، جوان 2009، المجلد ب، ص153 و172.

3. المدخل التقليدي: على عكس المدخل السابق، هذا المدخل يرى أن هناك هيكل تمويل مثالي (نسبة إقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة التمويل إلى أدنى حد) وبالتالي فإنه يشبه مدخل صافي الربح إلى حد ما ويقوم تحليل التقليديون على إفتراض أن زيادة نسبة الإقتراض تؤدي إلى مطالبة المستثمرون بمعدل عائد أكبر بسبب إرتفاع المخاطر التي يتعرضون لها فيما يرون أن تكلفة الإقتراض تظل ثابتة إلى حد معين ثم تبدأ بالإرتفاع تدريجيا إلا أن تكلفة التمويل تنخفض وهذا ناتج على أن الإنخفاض في تكلفة الإقتراض يفوق الإرتفاع في تكلفة الملكية (الإعتقاد السائد بأن الإقتراض منخفض التكلفة) ويستمر هذا الإنخفاض تدريجيا إلى أن يصل حد معين ثم تبدأ بالإرتفاع بسبب تعدي الإرتفاع في تكلفة الملكية الإنخفاض في تكلفة الإقتراض وأن المؤسسة تعدت حد الرشد في العلاقة بين الديون وأموال الملكية. والشكل التالي يوضح ذلك.

الشكل رقم(2-3): يوضح العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل حسب المنظور التقليدي



Source: CONCO & HEMICI, op.cit,

يشير الشكل إلا أن تكلفة التمويل تنخفض مع زيادة الإعتماد على الإقتراض إلى أن تتعدى النقطة (M) وذلك أن تكلفة حقوق الملكية ترتفع بمعدلات كبيرة ولا تستطيع زيادة الإقتراض التي تعد ذات تكلفة منخفضة تغطية الإرتفاع في تكلفة حقوق الملكية مما يؤدي إلى إرتفاع تكلفة التمويل. أما الهيكل المثالي فيتحقق في النقطة (D/CP^*) . وأن التحليل السابق في حالة عدم وجود ضرائب أما في حالة وجود الضرائب فإنه لا يترتب عليه أي تغيير في النتائج الأساسية المستخلصة في ظل عدم وجود ضرائب، فما زال يوجد أيضا هيكل مثالي إلا أن الإختلاف الذي يمكن تواجده في التكلفة الكلية للمؤسسة التي تكون أكبر منها في ظل عدم وجود الضرائب¹.

¹ محمد صالح حناوي، رسمة زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص322.

بالنظر إلى المدخلين السابقين يلاحظ أن المدخل التقليدي جمع بينهما إلى حد ما، حيث يؤيد مدخل صافي ربح في عدم وجود هيكل مثالي، كما أنه يرى أن الإقتراض هو المصدر الأقل تكلفة وبالتالي فهو يؤيد مدخل صافي ربح العمليات، ولكن هذا التأييد في حدود معينة من الإقتراض دون إفراط ولا تقريط. وبالتالي فإنه، مقارنة مع المدخلين السابقين فهو الأقرب إلى الواقع وذلك لإسقاطه جملة من الفروض الغير متماشية مع الواقع.

المطلب الثاني: منظور ميلر ومودكلياني

ظل الفكر التقليدي سائدا إلى غاية ظهور المقالة الشهيرة أو ما يسمى بنظرية أرباح الإستغلال لميلر ومودكلياني، اللذان وجها انتقادات شديدة للفكر التقليدي بخصوص أمثلية الهيكل المالي، حيث يستبعد كل من ميلر ومودكلياني وجود هيكل مثالي ويعتمدان في تحليلهما على مجموعة من الفروض تم دمجها في مقترحين:

1. حالة عدم وجود ضرائب:

ويقوم على مجموعة من الفروض أهمها:

- 1- وجود سوق تتمتع بالمنافسة الكاملة ويتحكم في تصرفات المتعاملين "المنطق الإقتصادي الرشيد".
- 2- يتمتع المتعاملون في السوق بالمعرفة الجيدة والكاملة لأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات الرخيصة لهم جميعا في الوقت نفسه.
- 3- ليس هناك ضرائب على الأرباح الناجمة عن التعاملات في السوق.
- 4- ليس هناك تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق وتنفيذها.
- 5- إمكانية تصنيف المؤسسة إلى مجموعات متجانسة المخاطر (متشابهة على أساس درجة المخاطرة التي ينطوي عليها النشاط).
- 6- يقيم المستثمرون الحاليون والمرتبون مستقبل المؤسسة بصورة متطابقة تماما.
- 7- ديون المؤسسة خالية من الخطر فسعر الفائدة المفروض على ديون المؤسسة لا يحمل في طياته أي مقابل للخطر.

8- قرارات التمويل للمؤسسة لا تؤثر على تدفقات خزينة أصولها ولا تحمل أي معلومات حول أموالها الخاصة.

وإنطلاقاً من الفرضيات السابقة بنا كل من ميلر ومودكلياني فكرتهما والتي مفادها أن تكلفة التمويل الكلية في المؤسسة ثابتة (تكلفة التمويل الكلية مستقلة عن تحركات الهيكل المالي) فهي لا تستجيب لأي تغيرات في مستوى الديون أو أموال الملكية، فيما يرون أن تكلفة أموال الملكية المتمثلة في معدل العائد الذي يطلبه المساهمين، متغير تابع للهيكل المالي حيث ترتفع مع كل زيادة في معدل المديونية لكن هذا الإرتفاع يلغيه الإنخفاض الناتج عن زيادة الاعتماد على مصادر ذات تكلفة منخفضة نسبياً وبالتالي فهي تشبه نظرية صافي ربح العمليات المشار إليها سابقاً¹.

ولقد استند كل من ميلر ومودكلياني في إستخلاص النتائج السابقة على عملية المراجعة والتي تقوم على إفتراض أن المستثمر بإمكانه إستبدال الرافعة المالية للمؤسسة برافعة شخصية (يمكن للمستثمر الذي يمتلك أسهم في المؤسسة الثانية أن يبيعها ويقترض مبلغ إضافي بغرض شراء نسبة من أسهم المؤسسة الأولى تعادل النسبة التي كان يمتلكها في المؤسسة الثانية).

فإذا كان هناك مؤسسات متماثلة من حيث النشاط وامتياز في الهيكل المالي فإن عملية المراجعة كفيلة بجعل تكلفة التمويل لهذه المؤسسات متساوية وبالتالي لا أثر للرفع المالي على تكلفة التمويل أو يمكن القول أن الرفع الشخصي أُلغاه، بمعنى أن هذه الأخيرة ماهي إلا معدل المردودية (العائد) الإقتصادية الأدنى المفروض $CMP = RE$ والتي تم استخراجها من المعادلتين التاليتين:

$$R_F = R_e + (R_e - i) \frac{D}{CP} \dots \dots \dots (1)$$

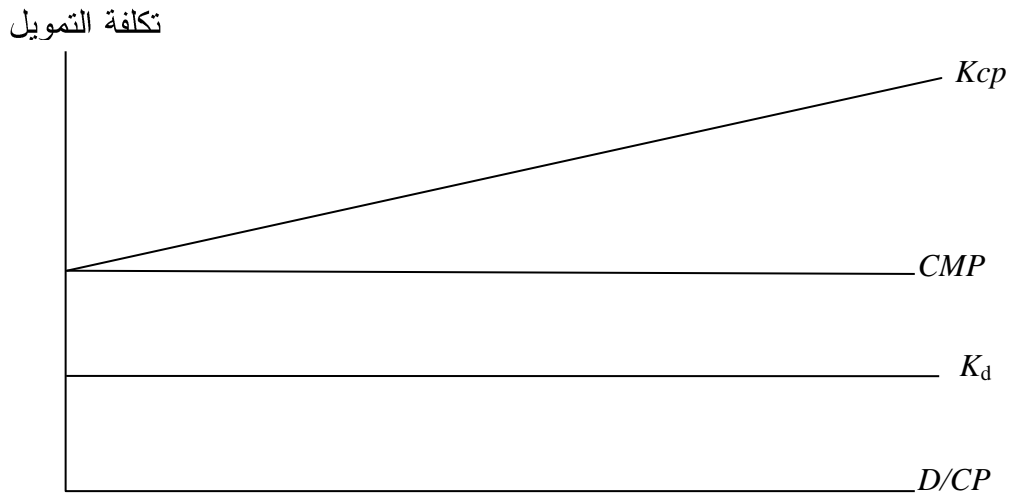
$$CMP = R_F [(CP + D)] + i \left(\frac{D}{CP + D} \right) \dots \dots \dots (2)$$

وبالتعويض عن القيمة من 1 في 2 ثم إجراء مجموعة من الإختزالات نجد $CMP = RE$ حيث تمثل الأولى أثر الرافعة فيما تمثل الثانية تكلفة التمويل الكلية.

والشكل التالي يوضح وجهة نظر $M\&M$ في ظل عدم وجود ضرائب:

¹ James VAN –HORNE, *gestion et politique financière « la gestion à long terme »*, dunod, paris, 1972, p160.

الشكل رقم (2-4): اطروحة M&M في ظل عدم وجود ضرائب



Source: CONCO & HEMICI, op.cit,

2. حالة وجود ضرائب:

سنة 1963 قام الباحثان بإدخال عنصر الضريبة (الضريبة على أرباح المؤسسة) فكانت النتيجة التي توصلوا إليها هو إنخفاض تكلفة التمويل بالنسبة للمؤسسة المعتمدة على الإقتراض بسبب الوفر الضريبي للفوائد (قيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة)، كون هذه الأخيرة تندرج ضمن الأعباء فتتخفف الأرباح الخاضعة للضريبة فتدفع المؤسسة ضرائب أقل مما لو لم تكن هناك فوائد وتنتج هذه الميزة عما يعرف بالدرع الضريبي.

وعليه فإن دخول الضرائب على أرباح المؤسسة يقود إلى تفضيل الإقتراض على تمويل الملكية وذلك بسبب قابلية المصاريف المالية للإقتطاع من الوعاء الضريبي أما توزيعات الأسهم فإنها تدمج في هذا الوعاء¹.

ومن هذا المنطلق لا يرفض مودكلياني وميلر الإدعاء بأنه في حالة وجود ضريبة فإن تكلفة التمويل في المؤسسة التي يتكون هيكلها من قروض وحقوق ملكية منخفضة عن مؤسسة مماثلة هيكلها يتكون من حقوق ملكية فقط، لكن ينبغي أن لا تزيد أو تقل عن القيمة الحالية للفوائد الضريبية وإن حدث وزادت أو نقصت فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن.

ويمكن كتابة المعادلة الرياضية التي توضح العلاقة بين تكلفة تمويل مؤسسة مقترضة وتلك الغير مقترضة فيما يلي:

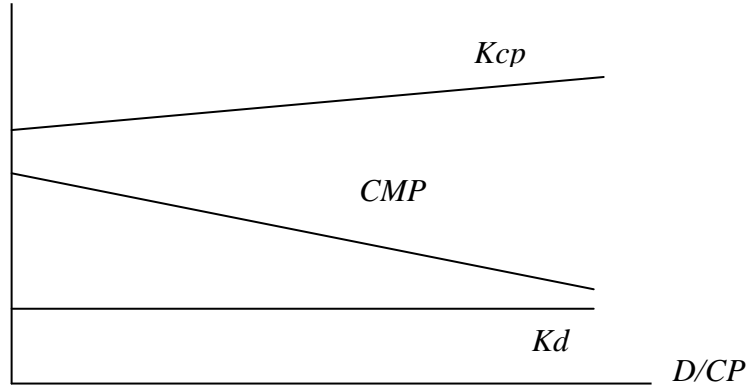
¹ P.VERNIMMEN, *Finance d'entreprise* 5 éditions Dalloz, Paris, 2002, p74.

$$K_{CP,D} = K_{CP} - TxD$$

حيث: $K_{CP,D}$ تمثل تكلفة التمويل لمؤسسة تعتمد على الإقتراض، أما K_{CP} فتتمثل تكلفة تمويل مؤسسة لا تعتمد على الإقتراض، فيما TxD تمثل الوفر الضريبي.

وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (2-5): تكلفة التمويل حسب *M&M* في ظل وجود ضرائب
تكلفة التمويل



Source: CONCO & HEMICI, op.cit,

ولكن أضاف ميلر في تحليل إنفرد به بنفسه سنة 1977 كمحاولة جديدة لإعادة القوة إلى وجهة نظر *M&M* أن هذه الخاصية (الوفر الضريبي) تتلاشى بسبب الضرائب الشخصية التي يدفعها المستثمرون (حملة الأسهم والسندات على الأرباح المحققة) وقد توصل إلى وجود حجم توازني للديون على المستوى القومي في ظل افتراضات معينة. ومن هنا بدأ التعارض مرة أخرى في هذا المدخل، حيث انتهى بعدم وجود هيكل مالي أمثل وبالتالي ثبات التكلفة الكلية بغض النظر عن نسبة الإقتراض¹.

وقد تلت دراسة ميلر ومودكلياني العديد من الدراسات من بينها:

- دراسة دي انجلو وماسيليس بإدخال متغير الوفرات الضريبية البديلة وأثبتا وجود هيكل مالي أمثل نتيجة توازن الوفرات الضريبية للفوائد مع الوفرات الضريبية الأخرى.
- كذلك شال وهالي اللذان رأى أن إفتراض توافر معلومات كاملة في أسواق رأس المال وعدم وجود تكلفة إقتراض قد لا يتحقق في الواقع العملي².

¹ P. VERNIMMEN, op.cit., p13.

² مليكة زغيب، مرجع سبق ذكره، ص164.

ومما سبق يمكن تقديم بعض الانتقادات التي وجهت لنموذج *M&M* على أرضية مثالية إفتراضاتهم وعدم واقعيتها:

- عدم واقعية إفتراض وجود أسواق كاملة، كما أن المستثمرين لا يتصرفون دائما برشد وكذا عدم إمكانية المؤسسة والأفراد الحصول دائما على المعلومات المطلوبة لإتخاذ القرارات المتلى عن القيمة.
- إمكانية إحلال الإقتراض الشخصي محل إقتراض المؤسسة وبنفس معدل الفائدة الذي يصعب تحقيقه إلى حد كبير. ،حيث يرى باندي أن الضريبة على دخل المؤسسة من شأنها أن تؤثر على سلامة التحليل الذي توصل إليه *M&M* فظالما أن الإقتراض يترتب عليه وفورات ضريبية فهذا يعني أن تكلفة التمويل التي تقترضها المؤسسة تكون أقل من تكلفة الإقتراض الإسمية، ومن ثم يصبح إفتراض أن المؤسسة والأفراد يقترضون بنفس المعدل، غير مقبول ظالما أن المستثمر لا يحقق وفورات ضريبية في حالة خضوع دخله للضريبة، وفي حالة خضوع دخله للضريبة فإنه سيحقق وفورات ضريبية ستختلف عن تلك التي تحققها المؤسسة نظرا لإختلاف معدل الضريبة على دخل المؤسسة عن معدل الضريبة على دخل المستثمر.
- بساطة النموذج لدرجة عدم أخذه بعين الاعتبار تكاليف المعاملات المالية التي قد تحد من مقدرة المستثمر على تنفيذ عملية المراجعة.

- مخاطر زوال المؤسسة يترتب عن وجهة نظر *M&M* إحتمال زيادة نسبة القروض بالهيكل المالي بشكل كبير لكن هذا يسبب كبر مبالغ الفوائد وعدم إمكانية تغطيتها.

- يضاف إلى ما سبق تجاهل هذه النظرية تكاليف الإفلاس والتي تعد من أكثر التكاليف تأثيرا على تكلفة التمويل التي قد تفوق قيمة المكاسب المتوقعة من عملية المراجعة.

المبحث الثاني: تكلفة التمويل في ظل وجود تكلفة الإفلاس

لأن التعارض كان واضحا بين مختلف المداخل السابقة، وبما أنها لم تكن واقعية في تفسيراتها بشأن تكلفة التمويل وذلك لإهمالها تكلفة الإفلاس، سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى تكلفة التمويل في ظل تأثيرات تكلفة الإفلاس وحجم ونسب هذه التأثيرات.

المطلب الأول: تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة التمويل

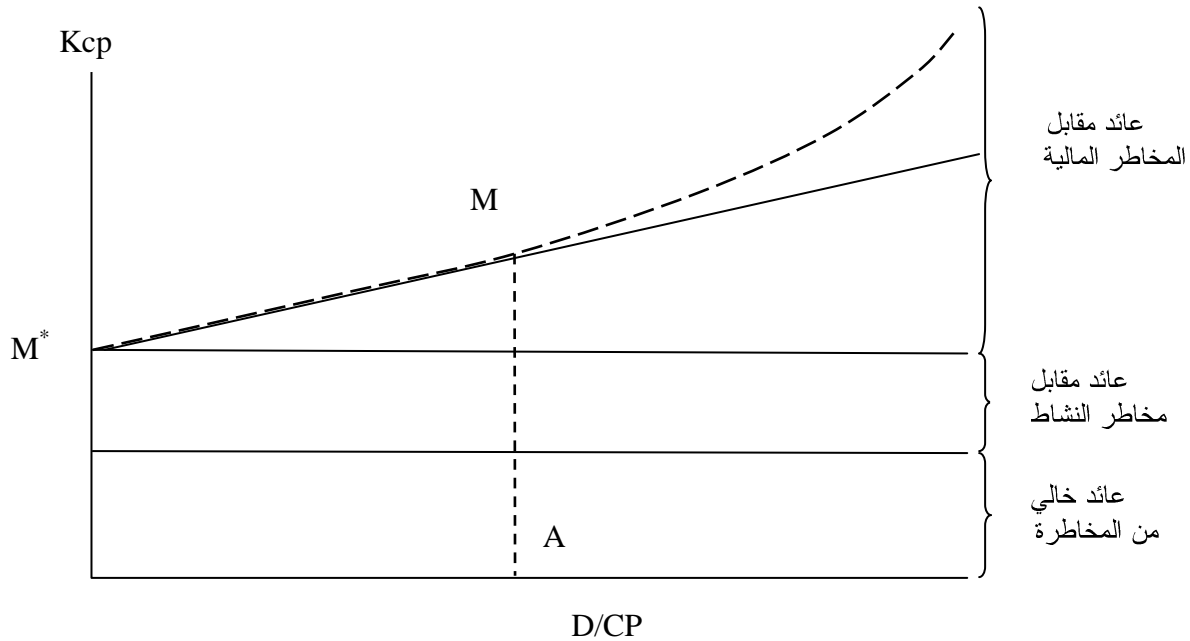
1. تأثير الإقتراض على تكلفة التمويل في ظل وجود تكلفة الإفلاس: تواجه المؤسسات الإقتصادية التي تمول جزء أو كل أصولها عن طريق الإستدانة نوعين من الأثر، قد يكون ايجابي ناتج عن الرافعة المالية الموجبة بالقدر الذي تحققه من الوفورات الضريبية كما تم الإشارة سابقا، ولكن زيادة الاستدانة إلى أن

تصل حد معين تبدأ تظهر مخاطر الإفلاس مصطحبة معها تكاليف زائدة تعرف بتكلفة الإفلاس وهذا ما يعرف بأثر المطرقة، وهنا يبدأ الأثر السلبي للإقتراض وذلك لإحتمال أن تزيد مقاييس المخاطرة المالية الناتجة عن تكاليف الإفلاس سواء المباشرة منها التي تتمثل في المصروفات الإدارية والقانونية، أو الغير مباشرة الناتجة عن انخفاض أرباح المؤسسة والمشار إليهما سابقاً¹.

وطالما أن المقرضين يجتنبون المخاطرة ويفترض أن لديهم منفعة حدية متناقصة للنقود فإنهم سيطلبون حرصاً منهم لحماية أنفسهم منذ الوهلة الأولى رفع معدل عوائد الإستثمار في سندات المؤسسة أو رفع فوائد القروض منذ البداية ويتم ذلك عن طريق نقل هذه التكاليف إلى الملاك مما ينذر بارتفاع تكلفة التمويل².

لكن الإجراء الأول يجعل المساهمين يتحملون لوحدهم خطر الإفلاس مما يجعلهم يطلبون بمعدلات مرتفعة وذلك نتيجة لعدم القدرة على التخلص من هذه المخاطر عن طريق التنويع بالرغم من كون هذه المخاطر ذات الصبغة الخاصة ما يعني أن هناك علاقة تأثيرية بين نسبة الإستدانة لحقوق الملكية ومعدل العائد الذي يطالب به المساهمون وبالتالي تكلفة التمويل، وهذا في ظل وجود تكاليف الإفلاس والذي يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (2-6): تأثير الإقتراض على معدل العائد الذي يطلبه الملاك في ظل وجود تكلفة الإفلاس



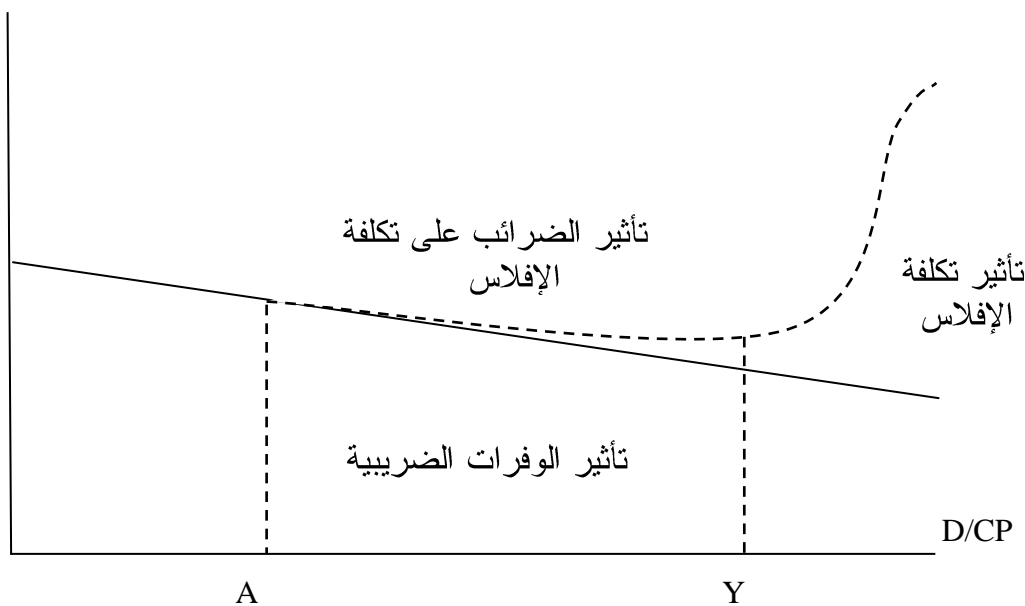
المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الخامسة، 2003، ص667.

¹ عبد الغاني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 06/2008، ص18.

² فرد ويستون بوجين برجام، مرجع سبق ذكره، ص329-330.

الشكل رقم (2-7): تأثير الإقتراض على تكلفة التمويل في ظل وجود الضريبة وتكلفة الإفلاس

تكلفة الأموال



المصدر: نفس المرجع السابق، ص 669.

يشير الشكل إلى أنه في حالة إعتقاد المؤسسة على حقوق الملكية في تمويل إستثماراتها فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك سوف يساوي M^* وهذا العائد يكفي لتعويضهم عن عنصر الزمن (تأجيل إستغلال أموالهم في إشباع حاجات حاضرة وذلك بسبب توجيه تلك الأموال إلى الإستثمار) ومخاطر النشاط¹.

لكن عند الإعتقاد على القروض كمصدر تمويلي، في البداية تأخذ تكلفة التمويل في الإنخفاض حتى تصل نسبة الإقتراض إلى النقطة (A) وحينئذ تستمر تكلفة التمويل في الإنخفاض لكن بأقل حدة مما كانت عليه ويكون معدل العائد المطلوب هو (M) ولكن بمجرد أن تتخطى نسبة الإقتراض النقطة (A) تحصل زيادة حادة في معدل العائد الذي يطلبه الملاك الناتج عن زيادة معدل العائد الذي يطلبه المقرضين، الأمر الذي أدى إلى إتجاه تكلفة التمويل نحو الإرتفاع، ويمكن تفسير ذلك أنه عندما كانت نسبة الإقتراض أقل من (A) لم تكن هناك تكلفة إفلاس ومن ثم فإن تكلفة التمويل خضعت فقط لتأثير الضريبة مما ترتب عليه إنخفاض مضطرد في تلك التكلفة.

بعد النقطة (A) ظهرت تكلفة الإفلاس لكن حجمها كان أقل من الوفورات الضريبية وهو ما أدى إلى إستمرار إنخفاض تكلفة التمويل وإن كان بمعدل أقل لكن بعد وصول نسبة الإقتراض إلى النقطة (Y)

¹ عبد الغاني دادن، مرجع سبق ذكره، ص 20

زادت حدة تكلفة الإفلاس وذلك لأن نسبة تكاليف الإفلاس زادت بمعدل أكبر من معدل الزيادة في نسبة الإقتراض وفاقته قيمة الوفورات الضريبية ما صاحبها ارتفاع تكلفة التمويل¹.

وعلى هذا الأساس تظهر أهمية الأخذ بعين الإعتبار تكلفة الإفلاس لأنها تعتبر كمكبح للآثار الايجابية للرفع المالي.

$$K_{CP, D} = K_{CP} - TD + K_f$$

وعليه فإن:

$K_{CP, D}$: تكلفة التمويل لمؤسسة تعتمد على الإقتراض .

K_{CP} : تكلفة التمويل لمؤسسة تعتمد على أموال الملكية.

K_f : تكلفة الإفلاس.

2. تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة التمويل من خلال تأثيرها على تكلفة الوكالة: عادة ما ينص عقد الإقتراض (بين المقرضين وإدارة المؤسسة) على إعطاء الحق للمقرضين في المطالبة بقيمة القرض قبل تاريخ إستحقاقها إذا نقضت الإدارة الشرط المنصوص عليه، ولكي يتأكد المقرضون من أن إدارة المؤسسة لم تنتقض بشروط التعاقد يصبح من الضروري القيام بمتابعة ما يجري بأنفسهم أو بواسطة وكيل، وهذا يحمل المقرضين تكلفة تسمى هذه الأخيرة بتكلفة الوكالة².

وتتأثر تكلفة الوكالة بوضعية المؤسسة، فإذا كانت الوضعية جيدة فإن مستويات الدين الأعلى تؤثر على سلوك المديرين، إذ يمكن أن يضع المديرين التدفق النقدي على المنح والإنفاقات غير الضرورية عكس ما إذا كانت المؤسسة مهددة بالإفلاس، أين يقل مثل هذا الإنفاق الضائع.

لكن في نفس الوقت يمكن أن يصبح المدير خائفا من المخاطرة، ما يجعله يرفض المشروعات التي لها (صافي قيم الحالية موجبة) إذا كانت محفوفة بمخاطرة غير مقبولة (لأنه يمكن أن تكون مستويات الدين مزدوجة التكلفة)، وذلك أن المدير وثروته مرتبطة بصفة عامة بمؤسسة واحدة عكس حملة الأسهم الذين يكونوا جيدي التنوع، لذا فيمكن أن يتحملوا أخذ المدير المشروع المحفوف بالمخاطرة ولكن له صافي قيمة حالية موجبة. وبالتالي فإن مخاطر الإفلاس، كما لها أن تقلل أحد أوجه تكاليف الوكالة (الإنفاق الضائع)، يمكن أن تزيد من وجه آخر ويطلق على هذه التكاليف إسم هبوط الإستثمار الناتج عن رفض المديرين للمشاريع التي لها صافي قيمة موجب موجبة لكونها غير آمنة للغاية.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 635.

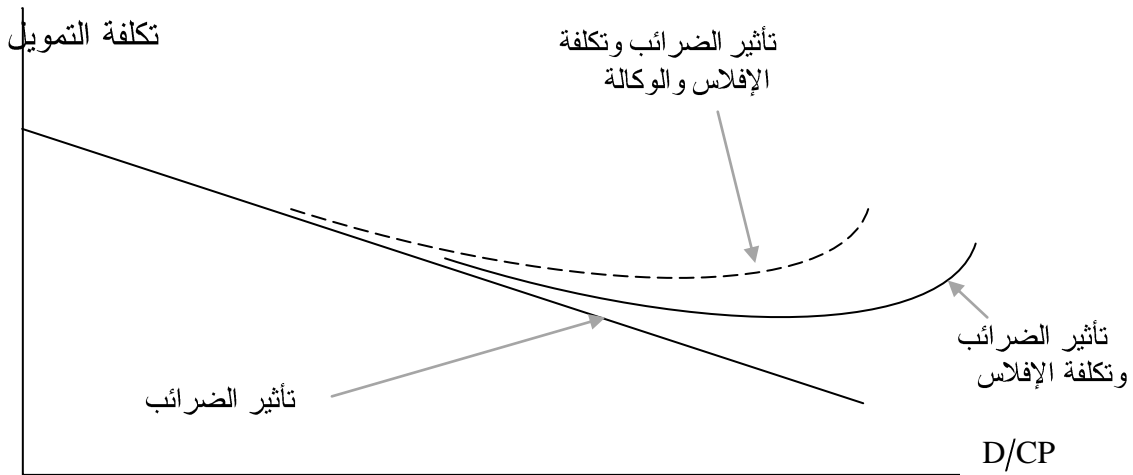
² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الخامسة، 2003، ص 671.

وعليه فإن تأثير الإفلاس على تكلفة الوكالة قد يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل وذلك إذا كانت التكاليف التي تنتج عن هبوط الاستثمار أكبر من التخفيض من الإنفاق الضائع، أما إذا كان العكس فإن تكلفة التمويل تنتج نحو الإنخفاض إلا أن هذا نادر ما يحدث إن لم يكن مستحيلاً، لأنه غالباً ما يكون التخفيض من الإنفاق أقل من التكاليف الناتجة عن هبوط الإستثمار¹.

بالإضافة إلى ما سبق هناك نوع آخر من تكاليف الوكالة والتي تزيد عندما تكون المؤسسة مهددة بالإفلاس وتتمثل في الضمانات التي يطلبها المقرضين عادة ما تكون البنوك وذلك أن هذه الأخيرة تحتاج إلى إجراء بحوث ودراسات على هذه المؤسسة التي تعاني مشاكل أكثر من غيرها من المؤسسات ذات الوضعية الجيدة، مما يجعلها تتحمل تكاليف المعلومات وذلك بسبب القيود التي يضعها المقرضون قصد نقل التكاليف للمؤسسة.

دون أن ننسى نوع آخر من التكاليف، حيث تلجأ المؤسسة المهددة بالإفلاس وذلك بسبب قلة جاذبيتها بالنسبة للمستثمر مما يدفعها إلى إتخاذ حلول عاجلة، حيث تلجأ إلى الإقتراض بقروض قصيرة الأجل بدل القروض الطويلة، ما يجعل مدة الإستحقاق أقل وبالتالي ضغوط أكبر أي تكلفة تمويل أكثر والشكل التالي يوضح تأثير تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على تكلفة التمويل.

الشكل رقم (2-8): تكلفة التمويل في ظل وجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة



المصدر: نفس المرجع السابق، ص 673.

3. تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة التمويل من خلال تأثيرها على التدفق النقدي: مع زيادة مخاطرة الإفلاس يمكن أن يختار بعض الزبائن الشراء من مؤسسة أخرى وهذا خوفاً منهم أن تكون نوعية هذه

¹ عبد المنعم بن إبراهيم، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 691.

المنتجات ليست بالجودة الكافية، أو مخافة الحصول على السلع والمواد الأولية بشكل غير منتظم، مما يضر بالمبيعات ويقلل هذا بدوره من صافي ربح التشغيل بعد الضريبة (نتيجة الإستغلال بعد الضريبة)، خاصة إذا كان الزبائن مهمون بالنسبة للمؤسسة ما يعني إنخفاض التدفقات النقدية¹.

كما يضر الحجز على أموال التمويل إنتاجية العمال والمديرين، فكل منهم يهدف إلى تحقيق أكبر عوائد ممكنة لكن وضعية المؤسسة لا تسمح لهم بالإستمرار، حيث يصبح الشغل الشاغل لهم هو القلق حول مستقبل عملهم.

ولا يقتصر تأثير مخاطر الإفلاس على العملاء والعمال والمديرين فقط، بل يمتد ليمس الموردين حيث يقيد نمطيات إئتمانهم مما يتسبب في زيادة صافي رأس مال التشغيل العامل والذي يقلل من التدفقات النقدية.

ورغم أن التدفقات النقدية إنخفضت فإن متطلبات حملة الدين تبقى ثابتة مما يقلل مطالبة حملة الأسهم، وهذا بدوره يؤدي إلى إرتفاع تكلفة الأسهم وهي الأخرى ترفع من تكلفة التمويل نتيجة إنخفاض التدفقات النقدية من جهة وإرتفاع تكلفة الأسهم من جهة أخرى².

المطلب الثاني: حجم ونسب تأثيرات تكلفة الإفلاس:

إختلف الباحثون الماليون بشأن حجم ونسبة التكاليف التي يتوقع أن تتجم عن الإفلاس، وفي هذا الصدد ظهر إتجاهين، الأول يعتقد أن تكاليف الإفلاس ضئيلة، فيما يرى الإتجاه الثاني أن تكاليف الإفلاس مرتفعة وهذا ما سيتم توضيح.

1. في ظل الاعتقاد بضآلة تأثير تكلفة الإفلاس: يوجد في هذا المجال كل من لورانر وميلر وهوقن وسنبت هانجانوسامبات وغيرهم³.

حيث يرى لورانر، الذي يعد أول من قام بدراسة التكاليف المباشرة للإفلاس من خلال عينة من المؤسسات العاملة بالسكك الحديدية، أكد فيها أن تكاليف الإفلاس لا تمثل سوى نسبة بسيطة لا تتجاوز 5.5%. ولالإشارة أيضا فإنها أول من أهملت تكاليف الإفلاس في تحليل تكلفة التمويل.

¹ ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الإقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011، ص37.

¹ عبد المنعم بن إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص791.

³ بسام محمد الأغا، اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، أطروحة مقدمة للحصول على شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص70

وكذلك الحال بالنسبة ماك كونال اللذان إعتبرا التكاليف المباشرة للإفلاس ضعيفة ويمكن إهمالها، وفي هذا الإطار قاما بتقديرها بنسبة 7.5%. أما ويس فقدرها بـ3.1%.

وفي نفس السياق يعتقد ميلر أن الإدعاء بأن تكلفة الإفلاس مرتفعة هو نتاج لدراسات أجريت على مؤسسات صغيرة أو فردية، أسفر الإفلاس عن تصفيتها وليس عن إعادة تنظيمها، أما الدراسات التي أجريت على مؤسسات كبيرة، فتؤكد على صغر حجم تلك التكاليف، بل وأنها تتضاءل كلما زاد حجم المؤسسة.

ويتفق وارنار مع ميلر حيث كشفت دراسته على وجود علاقة عكسية بين تكاليف الإفلاس وحجم المؤسسة، فالمؤسسة الكبيرة التي عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنوع تتعرض لتلك المخاطر بدرجة أقل ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة.

أما هوقن وسبنت يشير إلى أن تكلفة الإفلاس لا يمكن أن تكون مرتفعة إلا في ظل إفتراض أن المتعاملين في السوق لا يتصفون بالرشد، أو في ظل إفتراض عدم قدرتهم على القيام بعملية المراجعة. أما في ظل غياب هاذين الفرضيتين فإن التكلفة الحقيقية للإفلاس، تصبح مقتصرة على التكاليف التي ترتبط بإعادة تشكيل الهيكل المالي قبل حدوث التوقف عن سداد المستحقات أي قبل حدوث الإفلاس.

كذلك يقدم هوقن في دراسات لاحقة برهاننا رياضيا يؤكد على أن تكلفة الإفلاس تتمثل فقط في القيمة الحالية لتكلفة المعاملات التي تصحب عملية إعادة تشكيل الهيكل المالي، فلو فرض أن القيمة السوقية للمؤسسة المشرفة على الإفلاس تساوي "ق"، وأن تكلفة الإفلاس تساوي "ف"، فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا بد أن تهبط بعد إعلان الإفلاس بما يعادل القيمة السوقية لتكلفة الإفلاس لتصبح مساوية للقيمة "ق- ف" بمعنى أن تكلفة التمويل ترتفع بنفس القيمة التي تتخفف فيها قيمة المؤسسة.

ويضيف هذا الأخير إمكانية تجنب الإفلاس وما ينطوي عليه من تكاليف، وذلك بإعادة التنظيم أو إعادة تشكيل الهيكل المالي دون إعلان إفلاسها.

ولتأكيد ضعف تكاليف الإفلاس في تفسير الهيكل المالي إعتد رويستان على مدخل متوسط التباين لتحليل أثر الديون الخطرة على تكلفة التمويل وذلك بالإعتماد على نموذج ميلر ومودكلياني وتوصل إلى نفس النتائج مما دعم بدوره إهمال تكاليف الإفلاس.

وكمحاولة لتأييد النتائج السابقة قام هانجان وسامبات بتأكيد النتائج السابقة وبيننا أن تكاليف الإفلاس ليست فقط ضعيفة، بل ضعيفة جدا والسبب في ذلك حسبه يرجع إلى أن هذه التكاليف لا تتعلق بالإفلاس

بل بالتصفية وإعادة تنظيم المؤسسة، لأن كون هذه الأخيرة عبارة عن إجراء قانوني بينما الإفلاس هو إجراء تحويل سلطة إتخاذ القرار داخل المؤسسة من المساهمين إلى المقرضين.

2. في ظل الاعتقاد بأن تأثير تكلفة الإفلاس مرتفعة: وعلى عكس الإتجاه الأول هناك من يرى أن تكلفة الإفلاس لا بد أن تكون مرتفعة في كل من دراسات التمان كوستيناس، وايت، ولفي وسرنات، ماسل وستار.

حيث يرى ألتمان، من خلال قيامه بدراسة عينة مكونة من 18 مؤسسة صناعية كانت في حالة إفلاس خلال الفترة الممتدة بين 1970-1978 وعينة ثانية مكونة من 7 مؤسسات، فوجد أن التكلفة الإجمالية للإفلاس في العينة الأولى كانت 16.7% أما الثانية فكانت التكاليف المباشرة للإفلاس لوحدها في حدود 17.7% وتعد أول دراسة قامت بالجمع بين التكاليف المباشرة وغير المباشرة¹.

كما يشير كوستيناس أن المؤسسة التي تتعرض بدرجة أكبر لمخاطر الإفلاس، تعتمد بنسبة أقل على القروض، من ثم فقد إستنتج أن تكلفة الإفلاس لا بد أن تكون مرتفعة، أما وايت خلال دراسته على عينة من المؤسسات الأمريكية وجد أن تكلفة الإفلاس تصل إلى حوالي 22% من القيمة السوقية للمؤسسة وهذا يعني أن تكلفة التمويل ستكون مرتفعة، وهو ما يؤكد نتائج دراسة على عينة أخرى أوضحت أن التكلفة المباشرة للإفلاس تبلغ في المتوسط 20% من القيمة السوقية للمؤسسة.

أما لفي وسرنات فلقد توصلوا إلى أن متوسط تكلفة الإفلاس المباشرة بلغت في الولايات المتحدة الأمريكية حوالي 23% من قيمة التصفية².

فيما يرى ماسل وستار أن الإفلاس هو حالة وخطر مرتبط بتواجد المؤسسة، وبيّن أن 66% من المؤسسات المنشأة سنة 1974 لم تكمل 5 سنوات وهو ما يبين الخطر الفعلي للإفلاس على حياة المؤسسة وإرتفاع تكاليفه.

كما بينت نتائج الدراسة أيضا أن 50% من مؤسسات العينة كانت تعاني قبل سنة من إعلان إفلاسها من سلبية رأسمالها العامل، ومن خسائر إستغلال في حدود 14% من رقم الأعمال السنوي.

¹ ياسين العايب، مرجع سبق ذكره، ص 35-36.

² منير إبراهيم هندي، الفكر لحديث في التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 633.

وفي دراسة أخرى قام بها سكوت على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وجد أن معدل إفلاسها يتراوح بين 80% و90%¹.

وفي دراسات جديدة قامت بها شركة الأبحاث تيكونو على المؤسسات اليابانية خلال سنة 2011، توصلت فيها إلى ارتفاع عدد المؤسسات المفلسة إلى أكثر من 30% خلال نفس السنة بسبب زيادة الديون نتيجة ارتفاع سعر الين وهو يؤكد حسب وجهة نظرهم ارتفاع تكاليف الإفلاس حيث سجلت 79 شركة ديوننا بحوالي 10 ملايين دولار².

3. محاولة التحكيم بين الإجهادين: ما يمكن قوله بشأن الإجهادين السابقين أن كلاهما لهما نواقص حيث:

يعاب على الدراسات التي تشير إلى ضآلة تكلفة الإفلاس، أنها إنصرفت إلى التكاليف المباشرة بينما تجاهلت التكاليف الغير مباشرة التي ترتبط بالإفلاس والتي تعد أكثر خطورة وذلك لصعوبة تحديدها بالإضافة إلى كون قيمتها تفوق مرتين قيمة التكاليف المباشرة والتي تنتج عن انخفاض المبيعات كما ثم الإشارة في الفصل السابق والتي تؤثر على النتيجة، التي بدورها تعد المؤثرة بالدرجة الأولى على تكلفة التمويل.

وتتحدد التكاليف الغير المباشرة حسب نوع المنافسة في سوق المنتج، فإذا كانت المنافسة كاملة، فإن انخفاض كفاءة المؤسسة قبل وقوع الإفلاس، يترتب عليه إنصراف العملاء إلى التعامل مع المنافسين، وهنا يقتصر أثر الإفلاس على ارتفاع تكلفة أسهم وسندات المؤسسة، أي على المستثمرين وملاك ومقرضين، أما في حالة المنافسة غير الكاملة، يترتب عليه انخفاض كفاءة المؤسسة قبل وقوع الإفلاس، تحمل العملاء لجزء من التكاليف فيما يتحمل الملاك الجزء الباقي، أما المقرضين فقد يشاركون أو لا في تحمل تلك التكاليف.

حتى وبالنظر إلى التكاليف المباشرة التي تم الإشارة إليها يلاحظ أنها لم تحدد بشكل دقيق فهناك تناقض كبير بين النتائج المتوصل إليها.

أما بالنسبة إلى دراسة ميلر والتي يؤكد فيها أن تكلفة الإفلاس مرتفعة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فهي صحيحة نوعا ما، بالنظر إلى بعض خصوصيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومن بينها محدودية موارد التمويل مقارنة بالكبيرة، كذلك قلة معارف المقاولين (ملاك المؤسسات الصغيرة

¹ ياسين العايب، مرجع سبق ذكره، ص33.

² تاريخ الاطلاع 26/04/2012 www.3mri-gtr.com

والمتوسطة) بالإضافة إلى عدم التأكد المتعلق بالمرودية المستقبلية، وأهم عنصر هو أن هذه المؤسسات في مرحلة نمو وبالتالي فهي تبحث على تحقيق مبيعات كبيرة وهو ما يجعلها أكثر تهديدا للمخاطر وبالتالي تكاليف الإفلاس قد تكون مرتفعة.

لكن تجاهل كون تكاليف الإفلاس مرتفعة في المؤسسات الكبيرة فيه نوع من الشك لأن طبيعة هذه الأخيرة هو البحث عن تعظيم الأرباح، ما يعني تحمل مخاطر أكبر وبالتالي إحتمال أن تكون تكاليف الإفلاس مرتفعة لأن التنوع الذي تعتمد هذه المؤسسات من المفروض أن يحملها مخاطر أقل مقارنة بالمؤسسة المتخصصة في منتج واحد، إلا أنه قد يكون السبب في تحمل مخاطر أكبر وذلك إذا لم يتم استخدامه في الاتجاه الصحيح أو الشكل المناسب.

بالرغم من كل هذا فإنه من الصعب فهم وتفسير سلوك المسير في المؤسسات الكبيرة منها أو الصغيرة، وبالتالي فإن لا يمكن الجزم بأن تكلفة الإفلاس ضئيلة أو مرتفعة، في أي من المؤسسات المذكورة.

أما بالنسبة للدراسات التي تؤكد أن تكلفة الإفلاس مرتفعة، يلاحظ أنها قامت بالجمع بين مختلف التكاليف الناتجة عن الإفلاس لكن ما يعاب عليها أنها إتمدت على مؤسسات مفلسة أصلا وقامت بإجراء دراسات عليها وكان الأجدر أن تبدأ الدراسة منذ مواجهة المؤسسة صعوبات وليس بعد أن تفلس.

يتضح في الأخير إلى أن حجم التكاليف ونسبها قد يكون ضئيلا أو مرتفعا وهذا حسب الحالة التي تعاني منها المؤسسة (تفاقم حجم الإقتراض مع عدم القدرة على التسديد)، وبالتالي لا يمكن الجزم بأن تكلفة الإفلاس مرتفعة أو ضئيلة من خلال إجراء دراسات على بعض المؤسسات وتعميمها على البقية.

خلاصة

إستهدفنا من خلال هذا الفصل في إطار تحليل طبيعة العلاقة بين تكلفة التمويل وتكلفة الإفلاس إلى إظهار جانبين، الجانب الأول هو تكلفة التمويل في ظل النفي بوجود تكلفة الإفلاس حيث وجدنا المنظور التقليدي الذي جمع بين كل من نظرية صافي الربح وصافي ربح العمليات والنظرية التقليدية، أما المنظور الحديث فنجد نظرية كل من ميلر ومودكلياني.

وبالنظر إلى النتائج التي توصلت إليها جميع هذه النظريات لوجدناها جميعا محدودة وغير واقعية وذلك لإعتمادهم على فرضيات صعبة التحقيق في الواقع العملي، حيث يرى أصحاب النظرية التقليدية ومدخل صافي الربح فكرة أن قرارات التمويل تؤثر على تكلفة التمويل فيما يستبعد مدخل صافي ربح العمليات ومدخل ميلر ومودكلياني هذه الفكرة، حيث نجد نوع من التناقض إذ لم يتم التوصل إلى إجابة نهائية، بالإضافة إلى عدم أخذهم بعين الإعتبار للعديد من العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل ومن أبرزها تكلفة الإفلاس وهي الجوهر الذي يقوم عليه الجانب الثاني، حيث بإدخال تكلفة الإفلاس أعطى نطاق جديد لبحث مغاير للتحاليل السابقة سواء منها التقليدية أو الحديثة وذلك من خلال إبراز الأثر السلبي للاقتراض والذي يزداد مع زيادة تكلفة الإفلاس، دون أن ننسى تأثير هذه الأخيرة على التدفقات النقدية وتكلفة الوكالة والذي من خلالهم تتأثر تكلفة التمويل وحجم هذا التأثير يكون حسب الوضعية التي تعاني منها المؤسسة.

مقدمة الفصل

إستكمالاً لما جاء في الفصلين السابقين سنحاول في هذا الفصل إسقاط الجوانب النظرية لطبيعة العلاقة القائمة بين تكلفة الإفلاس وتكلفة التمويل، وهذا من خلال تناولنا لحالة تطبيقية نموذجية لمؤسسة تعاني من مشاكل مالية بسبب تدهور أدائها الإنتاجي وإحتمال إرتفاع مستوى تكاليف التمويل بها نتيجة لذلك، وتتمثل في مؤسسة ETER Algerie بولاية قالمة ولقد قمنا بإختيار هذه المؤسسة بالإضافة إلى ما سبق كونها تنتمي للقطاع الصناعي والذي تعتبر السوق الوطنية في أمس الحاجة إليه ومحاولة منا في اكتشاف السلوك التمويلي له.

وللإطلاع على تفاصيل هذه الحالة قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين سندرجها حسب تتابع المراحل الأساسية للدراسة، حيث سنوضح في المبحث الأول مختلف الجوانب التعريفية بالمؤسسة المتمثلة في التعريف بالمؤسسة وبأهدافها ومبررات إقامتها وهيكلها التنظيمي ومصادر التمويل، لننتقل في المبحث الثاني إلى تفاصيل الدراسة التحليلية وكيف كانت نتائجها، وأخيراً كيف ستكون نتائج الدراسة التمويلية والمالية له وتأثيره على تكلفة تمويله.

المبحث الأول: التقديم بمؤسسة ETER Algérie محل الدراسة

سنحاول من خلال هذا المبحث عرض أهم المحطات الرئيسية في مسار المؤسسة، والمتعلقة أساسا بنشأتها وتطورها، هيكلها التنظيمي، والنشاط الذي تمارسه بالإضافة إلى مصادر تمويل إحتياجاتها.

المطلب الأول: التعريف بالمؤسسة

1. النشأة والتطور: يعد مركب الخزف المنزلي قديما و ETER Algérie حاليا من بين أهم المركبات الصناعية الثلاث التي تتوفر عليهم ولاية قالمة ويقع في الجنوب الشرقي للمدينة على الطريق المؤدي لبلدية بلخير، يتربع على مساحة تقدر بـ 12 هكتار ويعود السبب في إختيار ولاية قالمة لتوفر المادة الأولية "الكولان" والموجودة بحمام دباغ من جهة بالإضافة إلى إتباع سياسة التوازن الجهوي وتوفير مناصب شغل بالمنطقة من جهة أخرى.

هذا المركب الذي تم إنشاؤه سنة 1971 من طرف شركة صينية مختصة في صناعة الخزف المنزلي، حيث كان وقتها يشغل أزيد من 700 عامل، إلى غاية سنة 1981/1980 أين بلغ عدد العاملين به 900 عامل، لكن مع مرور الوقت ودخول الجزائر في العشرية السوداء بدأ المركب في التراجع يوما بعد يوم وبدأت الديون تتراكم عليه، خاصة بعد الإفتتاح على الأسواق الدولية الذي عرفته الجزائر آنذاك والذي عرف وقتها بسوق البازارما، أدى بالمستوردين إلى إغراق السوق بالمنتجات الصينية حتى أصبح المركب لا يستطيع منافستهم. وأمام هذه المنافسة الشرسة التي فرضتها المنتجات الصينية التي كانت تباع في الأسواق بأقل الأثمان، الشيء الذي جعل المركب سنة 1993 يعلن رسميا عن إفلاسه بسبب الديون المتراكمة عليه والتي فاقت 100 مليار سنتيم، هذا ناهيك عن عدم توفر المادة الأولية التي كانت تجلب من مركب الكاولان بميلة والذي تم تخريبه وقتها من طرف الجماعات الإرهابية، ليدخل بذلك المركب في سبات دام حوالي 08 أشهر وحسب مدير المركب أنه في تلك المرحلة إنسدت فيها جميع الأبواب حتى الإحتياطي من المال الخاص بالمركب نفذ، بالمقابل شهد إرتفاع في المصاريف الخاصة بالإنتاج منها الطاقة (الكهرباء والغاز)، إرتفاع سعر المادة الأولية والأجور الخاصة بالعمال، الشيء الذي نتج عنه حسب قول المدير عجزا ماليا كبيرا بالرغم من إعادة تجديد نسبة 80% من آلات المركب وذلك بموجب العقد الذي أبرم بين الحكومة الجزائرية ونظيرتها الصينية، لكن رغم ذلك يقول محدثنا أن مشكل أجور العمال بقي مطروحا طيلة فترة 13 شهر 2007/2006، حيث كان في تلك الفترة إتصالات عديدة مع بعض المتعاملين الأجانب من أجل إيجاد حل في إطار سياسة الخصوصية أو الشراكة وإنقاذ المركب ومصير 240 عائلة، هذا إلى غاية 2007 أين قرر مجلس مساهمات الدولة بناء على الملف الذي تقدمت به الجهة

الوصية بعنابة حيث تقرر رسميا خوصصة المركب وهذا بتاريخ 2007/12/19 والذي حدد للخوصصة للمؤسسة الإيطالية "إيتار والتي يعود الفضل لها ولرئيسها المدير العام السيد "قرازيانو جاكوبازي" الذي إنترم بكل الشروط المتفق عليها ورفع له لرأس مال الشركة من 15 مليار إلى 30 مليار سنتيم، وبعد تسلمه المركب جلب العديد من الآلات الجديدة وأعاد تأهيل الأخرى المتواجدة من قبل، لكن الأهم من هذا كله يقول السيد المدير هو الإنطلاق في إنجاز الوحدة الجديدة الخاصة بالمواد المقاومة للحرارة، والتي تعتبر الأولى من نوعها على مستوى الوطن والذي تطلبت استثمار مبلغ 25 مليار سنتيم حيث تقرر أن تدخل هذه الوحدة الجديدة مرحلة الإنتاج في أواخر شهر ديسمبر من سنة 2007 وهذا ما حدث فعلا، وحسب ذات المتحدث فإن هذه الوحدة الجديدة والأولى من نوعها في الجزائر سوف تساهم بدرجة كبيرة بالنهوض بالإقتصاد الوطني، مع العلم أن الجزائر تستورد سنويا 50 ألف طن من المواد المقاومة للحرارة، وسوف يتم تصديرها إلى الدول الأوروبية وكان من المتوقع أن تنطلق هذه الوحدة الجديدة بإنتاج 5 آلاف طن في المرحلة الأولى لتصل إلى غاية 15 ألف طن في المرحلة الثانية، وحسب ذات المدير فقد كان من المقرر في السداسي الأول من سنة 2009 الإنطلاق في عملية إعادة تأهيل قسم الخزف المنزلي الذي يتطلب إستثمار 7.5 مليار سنتيم حيث العملية إنطلقت وكل الآلات والتجهيزات تم جلبها من إيطاليا وعملية التركيب جارية ومن أجل فرض المركب نفسه أمام المنافسة الشرسة التي تفرضها بعض الدول مثل الصين فإنه قد تقرر حسب ذات المتحدث استيراد المادة الأولية من الكاولان من بعض الدول كالبرتغال وتركيا وأوكرانيا، هذا من أجل تقديم النوعية الجيدة للمستهلك والتي تكون قادرة على المنافسة، خاصة إذا علمنا يقول المدير أن مادة الكاولان التي تتوفر عليها بلادنا لم تعد تتماشى والتطورات الإقتصادية والتجارية الحالية، حيث من المتوقع بلوغ نسبة 3000 طن في السنة، وقد عرض المنتج الجديد في الأسواق العربية والدولية ابتداء من السداسي الثاني من سنة 2009. لم يتوقف الستثمر الإيطالي عند هذا الحد فقط بل تعداه وفكر في خلق وحدة جديدة بالمركب خاصة بصناعة الخزف الصحي هذا المشروع يقول في شأنه مدير المركب الذي بدأ انجازه في السداسي الثاني من سنة 2010 من شأنه أن يساهم في إمتصاص البطالة والتطلع إلى ولوج التصدير نحو أوروبا ووجهات مختلفة من العالم في أعقاب إعادة بعثه من قبل الشريك الإيطالي الطامح إلى فتح وحدات عديدة.

لكن هل إستطاعت المؤسسة تحقيق ما كانت تصبو إليه أم أنها وقعت في نتائج أخرى؟، وهذا ما سيتم توضيحه بتتبع النتائج التي حققتها المؤسسة في المبحث الموالي.

2. تنظيم المؤسسة "تحليل الهيكل التنظيمي للمؤسسة": تحتوي مؤسسة ETER Algeria حاليا على عدة دوائر ومصالح متكاملة الوظائف وهذا تحت رئاسة مدير الوحدة الذي يعتبر المسؤول الأول عنها.

1.2. الأمانة العامة: تمارس هذه الأخيرة مجموعة من المهام تتمثل في التكفل بإستقبال الوارد والصادر من البريد للإدارة بالإضافة إلى تسجيلها، أما مهمتها الرئيسية فهي حفظ الأسرار الخاصة بالوحدة.

2.2. مصلحة الأمن: وتقوم بالإشراف على أمن المؤسسة وحفظها من جميع الأخطار ولاسيما حوادث الحرائق حيث تقوم هذه المصلحة بالمراقبة المستمرة لوسائل الحماية. ، كما تقوم بوضع مكاتب منتشرة عبر ورشات الإنتاج لضمان التدخل السريع في الوقت المناسب.

3.2. مصلحة البرمجة والمراقبة والتخطيط: تقوم بإعداد البرنامج والخطط المتعلقة بعملية الإنتاج والعمل على مراقبة تنفيذها. كما تحتوي على كل الأبحاث كالأحصائيات والأرشيف من ناحية الإنتاج والطاقة الإنتاجية. إلى جانب ذلك فهي تقوم بالمهام التالية:

- إعداد مخطط شهري يخص الإنتاج المبرمج والتكاليف المرافقة.

- إرسال المخطط إلى مختلف الهياكل الداخلية الإدارية إلى مدير الإنتاج والمالية.

- مراقبة تنسيق البرنامج بواسطة إعداد تقارير شهرية ترسل إلى المديرية العامة.

4.2. نيابة المديرية التقنية: تتمثل مهمتها أساسا في الإشراف على الوحدات الموضوعات تحت رئاستها وتتمثل أساسا في:

1.4.2. دائرة الإنتاج: تعد أهم دائرة بالوحدة ،كونها تقوم بالنشاط الرئيسي الذي وجدت من أجله وهي المسؤولة عن العملية الإنتاجية وتضم 10 ورشات: ورشة التحضير، الكي، القوالب، الفرز، الزخرفة، التغليف، المواد المقاومة للحرارة....الخ.

2.4.2. دائرة الصيانة: تهتم بتصليح عتاد الوحدة من خلال صيانة الآلات وتوجد بهذه الدائرة ثلاثة مصالح هي مصلحة الميكانيك، الكهرباء والدراسات.

3.4.2. دائرة البحث: وتضم كل من مصلحة المخبر التي تقوم على متابعة أعمال المخبر ومصصلحة مراقبة النوعية التي تهتم بمراقبة النوعية وعملية الإنتاج بمختلف مراحلها.

5.2. دائرة الإمدادات: وتضم كل من مصلحة التموين وقسم التسيير، حيث تشرف الأولى على تزويد الوحدة بالمواد والمستلزمات الضرورية، أما الثانية تهتم بمتابعة حركة المخزون وتخزينها وفق منهج يضمن صلاحيتها.

6.2. دائرة الموارد البشرية: تشرف هذه الدائرة على تسيير الشؤون الاجتماعية للعمال والموظفين إذ تقوم بتسجيل كل الغيابات والحوادث إلى جانب التكوين، وتوجد بها المصالح التالية:

1.6.2. مصلحة المستخدمين: وظيفتها الإشراف على شؤون العاملين إلى جانب ذلك تقوم بـ:

– إمداد المؤسسة بالموارد البشرية التي تحتاج إليها.

– إعداد مختلف الإجراءات المتعلقة بالمستخدمين.

– تنظيم وتطبيق النظام العام للمؤسسة.

2.6.2. مصلحة التسيير الاجتماعية والوسائل العامة.

7.2. دائرة الإدارة المالية: تعتبر هذه الدائرة بمثابة الشريان الذي تقوم عليه المؤسسة وذلك كونها المسئولة على عملية تقييم وحساب المدخلات والمخرجات المتعلقة بالشراء والبيع كما تقوم بإعداد الميزانية السنوية للوحدة وتتفرع إلى ثلاث مصالح.

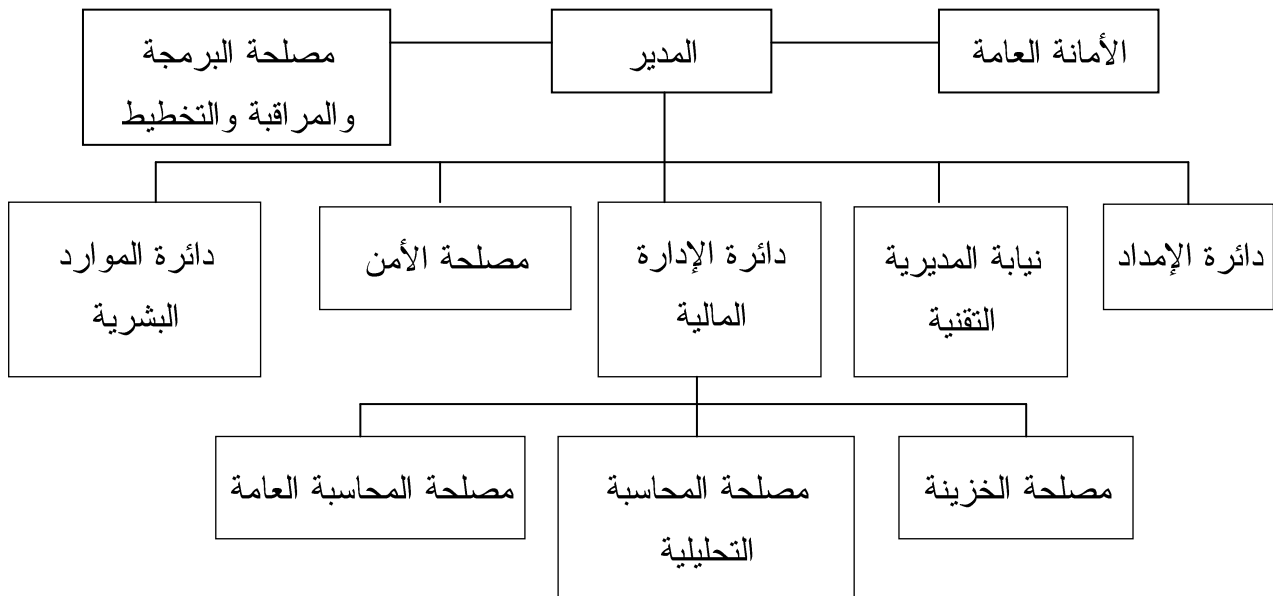
1.7.2. مصلحة المحاسبة العامة: تقوم مهمة هذه المصلحة بتسجيل العمليات الخاصة بالمشتريات والاستهلاكات والاستثمارات،... الخ. كما تعمل على إعداد جدول حسابات النتائج والميزانية الختامية لتسهيل العمل، ويخصص لكل عملية دفتر خاص بها.

2.7.2. مصلحة المحاسبة التحليلية: باشرت هذه المصلحة عملها في المؤسسة منذ 1992 إلا أنها لا تقوم بالمهام المفروض القيام بها والتي تتمثل في تحليل الأعباء وحساب التكاليف المتعلقة بنشاط الوحدة وإنما يتمثل في متابعة حركة المخزونات ومحاسبتها.

3.7.2. مصلحة الخزينة: تهتم بمعالجة العمليات المالية من خلال تسجيل كل الحركات النقدية في اليومية وكانت هذه المصلحة تابعة للشركة الأصلية والذي موقعها في قسنطينة حيث لا تمثل الوحدة سوى مجرد وسيلة إنتاج، ويقتصر عمل مصلحة الخزينة بتغطية العمليات الصغيرة، إذ أنها مسؤولة عن تغطية الحسابات التي لا تزيد عن 3000 دج.

ومن خلال الهيكل التنظيمي للمؤسسة وبعد إلقاء نظرة على مختلف الوظائف يلاحظ أن الوظيفة المالية مهمة ولم تنل الأهمية التي يجب أن تحظى بها وذلك راجع إما أن المسؤولين الموضوعون على رأسها لا يتمتعون بالكفاءة، أو أنهم لم تمنح لهم صلاحيات كبيرة إن لم نقل لا تمنح لهم نهائيا بالرغم من التعديلات والتصحيحات الهيكلية الذي قام بها المستثمر الايطالي حيث بدأ العمل بمقاييس محاسبية وإدارية دولية.

الشكل (3-1): الهيكل التنظيمي لمؤسسة ETER Algérie



المصدر: وثيقة مقدمة من طرف المؤسسة.

3. طبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة:

كانت المؤسسة سابقا قبل أن تدخل في نطاق الخوصصة والشراكة مختصة في إنتاج الخزف المنزلي والمتمثل في تشكيل المنتجات التالية: صحون، فناجين، أكواب، أوعية، مزهريات، طقم حلويات، طقم أكل، طقم قهوة... الخ.

أما بعد خوصصة المؤسسة ودخول الشريك الايطالي سنة 2007 كما تم الإشارة إليه سابقا في نشأة وتطور المؤسسة أصبحت هذه الأخيرة تنتج بالإضافة إلى الخزف المنزلي أنواع أخرى تتمثل في إنتاج وحدة خاصة بالمواد المقاومة للحرارة، بالإضافة إلى منتج آخر يتمثل في الخزف الصحي، حيث تمون المؤسسة 19 مصنع للاسمنت و169 للأجور على مستوى القطر الوطني بالإضافة إلى جملة من المخابر التقليدية والحمامات ومركبات العلاج والتدليك الطبيعي و مصنع الحديد والصلب، أما على المستوى الدولي فمازالت الحصة صغيرة نوعا ما.

المطلب الثاني: مصادر تمويل احتياجات المؤسسة والمشاكل التي تواجهها للحصول عليها

1. مصادر التمويل بحقوق الملكية:

1.1. رأس المال الاجتماعي: قدر رأس المال الاجتماعي للمؤسسة بـ 300000138 دج موزعة على 265722 سهم، وهذا بعد دخول الشريك الايطالي، حيث أصبحت المؤسسة ذات أسهم وقد حصل هذا الأخير على 63% وبالتالي فهو صاحب أكبر حصة أما CERAMIQUE HUPPOCAMPE فقد حصلت على نسبة 10% كذلك نفس الحال بالنسبة لحاجي لامين والذي حصل على نفس النسبة تليها كل من نور الدين بلاوان و أمين بلاوان بـ 6% لكل واحد منهما أما 5% فموزعة على مساهمين آخرين.

2.1. الإحتياطات: عند التدقيق في الميزانيات خلال فترة الدراسة يلاحظ عدم وجود أي تخصيص للإحتياطات سواء الإختيارية أو التعاقدية حتى الإحتياطات القانونية لم تبلغ سوى 10% من رأسمالها.

3.1. الإهتلاكات: من خلال الميزانيات ليس للمؤسسة أي مخصصات إهتلاكات سنة 2007، أما ابتداء من سنة 2008 فقد ظهرت هذه المخصصات بمبلغ 17103515 لتتفرع سنة 2009 حيث قدرت بـ 21325326 و تتخفف مرة أخرى سنة 2010 لتصل 1480900.

4.1. الأرباح المحتجزة: لم تعتمد المؤسسة على هذا المصدر أو بالأصح لم تستطع، حيث أن معظم نتائجها المحققة كانت سالبة وهذا ما تظهره ميزانيات المؤسسة:

السنوات	الأرباح المحتجزة
2008	-17275202.13
2009	-125237195.73
2010	-297116622.75

2. التمويل بواسطة القروض:

1.2. القروض الطويلة والمتوسطة الأجل: إعتمدت المؤسسة على قروض طويلة ومتوسطة بدرجة كبيرة مقارنة برأسمالها ما يعني أنها تعتبر القروض مصدر رئيسي في تمويل نشاطها، حيث قدرت الديون الطويلة والمتوسطة الأجل في المؤسسة كالتالي:

السنوات	القروض المتوسطة والطويلة الأجل
2007	79005255.00
2008	109197211.94
2009	349101664.82

أما سنة 2010 و2011 فإن المؤسسة لم تحصل على أية قروض طويلة أو متوسطة الأجل.

2.2. القروض القصيرة الأجل: يتتبع حجم القروض القصيرة التي تحصلت عليها المؤسسة وتطورها يلاحظ أنها أكثر المصادر المستخدمة والذي يعني أن المؤسسة لم تجد حلول أو مصادر أخرى ما جعلها تلجأ إلى القروض القصيرة وفيما يلي عرض لتطور حجم القروض بالترتيب:

السنوات	القروض القصيرة الأجل
2007	43215837.3
2008	1120442710.79
2009	321594175.53

كما هو الحال بالنسبة للقروض الطويلة الأجل حيث لم تحصل المؤسسة على أي قرض قصير الأجل في كل من سنة 2010 و2011 ومن بين مصادر القروض التي حصلت عليها:

- قروض تقدر بـ 17.5 مليار دج مقسمة إلى جزئين أحدهما متوسط الأجل والأخر قصير الأجل مقدمة من طرف Société General Algérie SG.

- قرض قصير الأجل لمدة سنتين بـ 2.5 مليار دينار جزائري بمعدل فائدة 10%.

- قرض متوسطة الأجل يقدر بـ 14.5 مليار دج بمعدل 7% سنويا مع وجود سنة بيضاء.

- قروض من طرف CPA.

3. المشاكل التي تواجهها على صعيد الحصول على مصادر التمويل:

1.3. مشاكل الحصول على قروض: بعد إستقلالية البنوك التجارية الجزائرية وبداية تعاملها وفقا للمنطق التجاري الذي يقتضي التركيز على ربحية العملية والإبتعاد قدر المستطاع عن المخاطرة لم تعد عملية الحصول على القروض بالأمر الهين نظرا لصرامة المعايير المطبقة من طرف هذه الهيئات عكس ما كانت عليه سابقا، حيث كانت البنوك بمثابة مضخة لتمويل المؤسسات سواء كانت تحقق أرباح أو خسائر قادرة على التسديد أو لا، ونتيجة هذه التحولات إتجهت المؤسسة نحو القروض القصيرة الأجل والتي لها تداعيات كبيرة خصوصا في ظل الوضعية المالية الصعبة والتي كانت السبب الرئيسي في عدم منح البنوك لها قروض طويلة ومتوسطة الأجل وأغلقت كل الأبواب والدعائم التي تؤهلها مستقبلا الحصول على أي نوع من أنواع القروض بأحسن الشروط.

2.3. بالنسبة لمشاكل الحصول على مصادر تمويل عن طريق حقوق الملكية: لا يؤيد الملاك القدامى في المؤسسة فكرة طرح أسهم جديدة بحجة أنه يؤدي إلى تغيير مراكزهم في الجمعية العامة، حتى ولو وافق الملاك على الفكرة فإن المؤسسة ETER Algeria لا تتوفر فيها الشروط لعرض أسهمها في البورصة، والتي من بين الشروط هو ضرورة تحقيق أرباح خلال السنة المالية التي تسبق سنة طلب القبول وهو الذي يتنافى كثيرا مع النتائج التي حققتها المؤسسة.

المبحث الثاني: تحليل نتائج المؤسسة وتأثيرها على تكلفة التمويل:

نتناول في هذا المبحث مطلبين أساسيين ندرج خلالهما تحليل الوضع المالي المؤسسة وتأثير هذه الأخيرة على تكلفة تمويل المؤسسة وذلك بالإعتماد على أساليب التنبؤ بالإفلاس والتي تم الإشارة إليها في الفصل الأول.

المطلب الأول: تحليل نتائج المؤسسة

يرتكز تحليل نتائج المؤسسة على إبراز أهم المتغيرات والعوامل التي تؤثر على نشاط المؤسسة وكذا الطريق الذي يسلكه مسيرتها وتغطية الوظائف العامة لها.

1. التحليل الساكن: يعتمد التحليل الساكن على استخدام النسب المالية لتحليل الوضعية الحالية للمؤسسة ومقارنتها بالمعطيات المرجعية للنسب المالية.

1.1. باستخدام التوازنات المالية:

1.1.1. إنجاز الميزانية الوظيفية:

جدول (3-1): الميزانية الوظيفية المختصرة خلال 2007-2009

الوحدة: مليون دينار جزائري.

2009	2008	2007	الموارد	2009	2008	2007	الإستخدامات
407	309	207	الموارد المستقرة	462	240	103	الإستخدامات الثابتة
58	200	128	الأموال الخاصة				
349	109	79	د ط أ				
269	105	43	الموارد المتداولة	263	176	16	الإستخدامات المتداولة
52	7	-	موارد الخزينة	3	5	132	إستخدامات الخزينة
728	421	251	المجموع	728	421	251	المجموع

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

ملاحظات

- كل ديون الاستثمار عبارة عن ديون طويلة ومتوسطة الأجل.
- الديون المالية عبارة عن ديون بنكية جارية.

من خلال الجدول السابق يتضح:

❖ من جانب الإستخدامات:

- إن حجم الإستخدامات المتداولة أقل من حجم الإستخدامات الثابتة وهذا ما يدل على كون المؤسسة هي إنتاجية بالدرجة الأولى.

- حجم الإستثمارات في إرتفاع من سنة لأخرى، والسبب في ذلك راجع لإتباع المؤسسة لسياسة تجديد إستثماراتها.

- حجم النقدية ضعيف، وذلك بسبب كثرة التعامل بالأجل مقارنة مع الدفع النقدي.

❖ من جانب الموارد:

- الديون القصيرة أقل من الديون الطويلة الأجل، لكن بالنظر إلى مستوى الزيادة من سنة 2008-2009 نجد أن القروض القصيرة الأجل إرتفعت بقيمة 164 أكبر من الإرتفاع في الديون الطويلة الأجل (98)، وهو ما يبين إتجاه المؤسسة للقروض القصيرة الأجل، كون نشاطها إنتاجي ودورة الإستغلال لديها قصيرة.

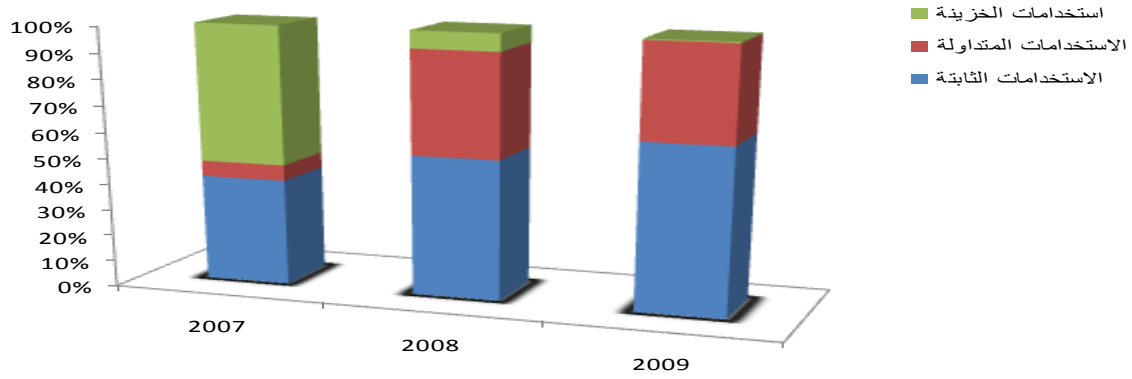
❖ مقارنة بين الجانبين: في سنة 2008، الإستخدامات المتداولة أكبر من الديون القصيرة الأجل ومنه فالمؤسسة تحتفظ بفوائض مالية جاهزة في الأجل القصير، بالمقارنة مع الديون المستحقة في الأجل القصير، هنا تجد نفسها في وضعية مفضلة اتجاه ملاءتها المالية، لكونها قادرة على مواجهة الدائنين والوفاء باستحقاقاتها بتواجد سيولة جاهزة.

أما في السنة التالية (2009)، فإن الإستخدامات المتداولة أقل من الديون القصيرة الأجل، ما يعني أن السيولة الجاهزة لا تغطي في الأجل الاستحقاقات المفروضة وهو يعبر عن صعوبة المؤسسة في سداد إلتزاماتها.

إنخفضت نسبة الأموال الخاصة وإرتفع معها مستوى الإئتمان في سنة 2009، وهو ما يبين أن المؤسسة تعتمد بدرجة كبيرة على الإئتمان لتغطية متطلباتها التمويلية، وهو ما يوضحه جانب الإستخدامات التي إرتفعت فيها نسبة الإستثمارات خلال سنة 2009 لتغطي الجانب الأكبر من الموارد، وهذا يعبر عن سوء في تسيير الموارد المتاحة للمؤسسة خاصة إذا كانت تتوفر على خزينة سالبة وهو ما يوضحه الفرق بين السنتين (2009-2008) خاصة أنها تكاد تكون معدومة خلال السنة الأخيرة وهذا ما ليس في صالح المؤسسة إذا كانت تريد المحافظة على نشاطها.

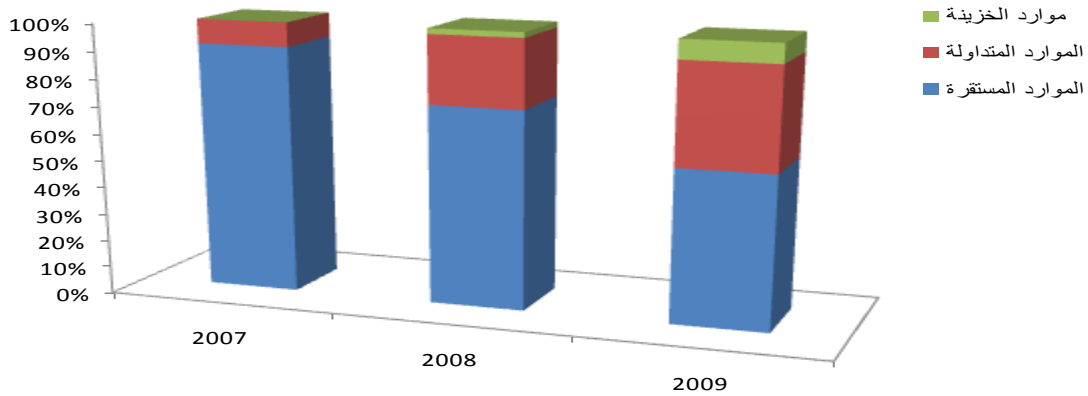
والشكلىن التالىبن بوضهان تطور الميزانية الوظيفية للمؤسسة:

شكل رقم (3-2): تطور استخدامات المؤسسة خلال 2007-2009



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

شكل رقم (3-3): تطور موارد المؤسسة خلال 2007-2009



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

جدول (3-2): الأرصدة الوسيطة من 2007 إلى 2009

الوحدة: مليون دينار جزائري.

2009	2008	2007	البيان
89	37	5	رقم الأعمال
125	50	11	+ نواتج المؤسسة
164	57	8	- إستهلاكات المؤسسة
-38	-7	3	القيمة المضافة
93	82	19	+ مصاريف العاملين
2	3	0.08	- ضرائب ورسوم
-133	-92	-17	الفائض الإجمالي للإستغلال

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

2.1.1. تحديد الخزينة الصافية: بالإعتماد على الميزانية الوظيفية نجد مايلي:**1.2.1.1. حساب رأس المال العامل:****الجدول رقم (3-3): تحديد رأس المال العامل**

الوحدة: مليون دينار جزائري.

البيان	2007	2008	2009
الموارد الدائمة	207	309	407
الإستخدامات المستقرة	103	240	462
رأس المال العامل	104	69	-55

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول السابق، وبالإعتماد على جدول الحسابات الوسيطة والميزانية الوظيفية، نلاحظ أن المؤسسة سجلت نتائج سالبة والتي قلصت من أموالها الخاصة، ورغم ذلك فإن رأس المال العامل بقي موجب في سنتي 2007 و2008، وهذا بسبب الديون الطويلة المرتفعة والتي حصلت عليها المؤسسة من البنوك كونها مؤسسة ناشئة، أما سنة 2009 فنجد أن المؤسسة سجلت خلافا مزمنا تمثل في عدم قدرتها على تمويل إستثماراتها بإستخدام مواردها الدائمة، والذي يعود إلى تدهور الموارد المالية حيث إنخفضت الأموال الدائمة بنسبة 39% من سنة 2008 إلى 2009، وبالرجوع إلى جدول الحسابات الوسيطة نجد أن سبب الانخفاض تمثل فيمايلي:

1- انخفاض في القيمة المضافة خلال ثلاث سنوات بل لم تحقق أي قيمة مضافة سنتي 2008 و2009 بالرغم من أنها حققت نمو في رقم الأعمال، ما يعني أن السبب في إنخفاض القيمة المضافة ناتج عن الإرتفاع الكبير في الإستهلاكات الوسيطة، أي أن المؤسسة حققت نمو تجاري لكنها لم تتمكن من التحكم في إستهلاكاتها.

2- تضخم مصاريف المستخدمين والتي بلغت مبالغ كبيرة.

3- إرتفاع حجم الاستثمارات حيث بالرغم من إنخفاض الموارد الدائمة إلا أن المؤسسة واصلت سياستها الإستثمارية التوسعية، حيث إرتفع حجم الإستثمارات بمبالغ كبيرة.

2.2.1.1. الإحتياج من رأس المال العامل:**الجدول رقم (3-4): يمثل تطور الإحتياج في رأس المال العامل**

الوحدة: مليون دينار جزائري.

البيان	2007	2008	2009
إستخدامات متداولة	15	176	263

269	105	43	موارد دائمة
-6	71	-28	الإحتياج في رأس المال

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

يظهر جدول الإحتياجات أن المؤسسة لم تولد أي إحتياج في كل من سنة 2007 و 2009 بإستثناء 2008 ويمكن إرجاع الأسباب في تحقيق الإحتياج سنة 2008 إلى:

1- ارتفاع آجال استحقاق العملاء، حيث أن جزء معتبر من رقم الأعمال لا يتحول إلى سيولة إلا بعد مدة طويلة تحتاج المؤسسة فيها إلى سيولة في نشاطها.

2- بطء دوران المخزون حيث تضطر المؤسسة بالنظر إلى الإنقطاعات في التوريد إلى الشراء بكميات كبيرة تفوق حجم الإستهلاكات، وهو ما يعني تجمد السيولة النقدية المتاحة في شكل مخزونات.

3.2.1.1. تطور الخزينة الصافية الإجمالية:

الجدول رقم (3-5): تطور الخزينة الصافية

الوحدة: مليون دينار جزائري.

البيان	2007	2008	2009
إستخدامات الخزينة	132	5	3
موارد الخزينة	-	7	52
صافي الخزينة	132	-2	-49
رأس المال العامل	104	69	-55
الإحتياج في رأس المال	-28	71	-6
الخزينة الصافية	132	-2	-49

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

إن العوامل التي أدت إلى تدهور مستوى رأس المال العامل الصافي الإجمالي والتذبذبات الحاصلة في إحتياجات رأس المال العامل انعكست على مكونات الخزينة بإعتبارها المرآة العاكسة للتدفقات المالية، حيث أدى إلى نقص حاد في السيولة والتي إنخفضت تبعا لمعطيات الجدول، وأمام هذا الوضع لجأت المؤسسة إلى الإعتمادات الجارية والتي إرتفعت بالتزامن مع الإنخفاض في السيولة.

2.1. بإستخدام النسب المالية:

1.2.1. نسب التمويل:

جدول (3-6): جدول يوضح نسب التمويل الدائم (2007-2009)

الوحدة: مليون دينار جزائري.

التعليق جزئيا	النسبة			البيان
	2009	2008	2007	
رأس المال العامل يغطي الاحتياج من رأس المال العامل سنة 2009 فقط.	1>0.88	1<1.3	1<2.19	نسبة التمويل الدائم
نسبة تغطية الأموال الخاصة للأصول الثابتة مرتفعة جدا في سنة 2008 على عكس سنة 2009 التي إنخفضت فيها هذه النسبة إلى أقل من النصف.	0.38	1.18	1.42	نسبة التمويل الخاص
ارتفعت نسبة تمويل الإستخدامات المتداولة في سنة 2009 ولكنها تبقى غير كافية لتغطية الإستخدامات المتداولة..	%21,16<%40	%2,46<%40	%6,73<%40	نسبة تمويل الإستخدامات المتداولة
المؤسسة في عجز كبير عن تسديد الدفعات المستحقة عليها.	-21,43<2	-113,75<2	-903,51<2	خطر عدم الوفاء

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

2.2.1. نسب السيولة:

جدول (3-7): يوضح نسب السيولة (2007-2009)

الوحدة: مليون دينار جزائري.

التعليق	النسبة			البيان
	2009	2008	2007	
استطاعت المؤسسة أن تفي بالتزاماتها في سنة 2008 وعلى العكس من ذلك فقد إنخفضت نسبة السيولة سنة 2009 لديها ما يعرضها لخطر عدم الوفاء.	1>0,83	1<1,62	1<3,43	نسبة السيولة العامة
لتكون النسبة جيدة فإنها تكون في المجال ما	0,82	1,2	3.07	نسبة السيولة

المختصرة				بين [0,8-1] وهو ما يتضح في السنة الثانية.
نسبة السيولة الجاهزة	3,07>0,3	0,04<0,3	0,009<0,3	لا تستخدم المؤسسة جميع مواردها المتاحة بشكل جيد.

المصدر: من إعداد الطلبة، بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

3.2.1. نسب الدوران:

جدول (3-8): يوضح معدلات الدوران (2007-2009)

الوحدة: مليون دينار جزائري.

التعليق	عدد الأيام			البيان
	2009	2008	2007	
تواجه المؤسسة صعوبة كبيرة في تصريف مخزوناتها ما يعبر عن تعطل كبير في دورة حياة المنتج لديها وهو ما لا يوفر لها سيولة مالية للإستمرار والمنافسة.	453.84	2724	-	البضاعة
	299.83	289.52	-	المنتجات
في 2008 تعبر نسبة الحقوق على ضعف كبير في تصريف المخزونات، أما في سنة 2009 فمدة الإستحقاق تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على تحصيل حقوقها في مقابل طول فترة إستحقاق الموردين ما يتيح للمؤسسة مجال واسع للإستعداد لمواجهة الدائنين.	180	0.1	0.73	الحقوق
	951.63	498.72	-	الموردون

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

تعتبر المدة الطويلة لتصريف المخزونات عن ضعف الجانب التسويقي للمؤسسة وإنعدام أو عدم وجود صلة مباشرة بينها وبين العملاء، كما أن مدة تحصيل الحقوق تعبر عن أن عدد العملاء الذين يتعاملون مع المؤسسة محدود جدا خاصة أنه يتبين أنه يكاد ينعدم في السنة الأولى، وبالتالي نستنتج أن المؤسسة قد أهملت تماما الجانب التسويقي الذي كان من الممكن أن يحقق لها العوائد المرجوة.

4.2.1. النسب الهيكلية:

جدول (3-9): نسبة المديونية والاستقلالية المالية

الوحدة: مليون دينار جزائري.

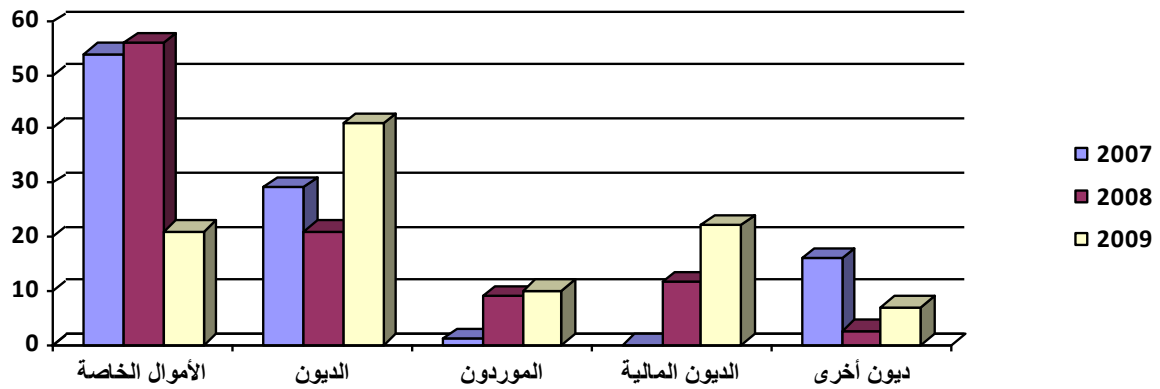
النسبة			البيان
2009	2008	2007	
92,1	52,53	48.76	نسبة المديونية

42.97	91.46	70	نسبة الإستقلالية المالية
-------	-------	----	--------------------------

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

إنخفضت نسبة الإستقلالية المالية بدرجة حادة جدا، وفي المقابل إرتفعت نسبة المديونية ما يعبر على أن المؤسسة تعتمد على الديون بدرجة كبيرة لتسوية إلتزاماتها، وهو ما لا يساعدها في المحافظة على توازن نشاطها خاصة، بعد إنخفاض إستقلاليتها المالية، أي أن نسبة الديون بجميع أشكالها تغطي جميع إحتياجات المؤسسة.

شكل (3-4): تطور خصوم المؤسسة خلال سنوات الدراسة



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

3.1. باستخدام أثر الرافعة: بما أن كل من المردودية المالية والإقتصادية أقل من الصفر فلا دلالة من وراء حساب وتفسير هذه النسب كذلك نفس الحال بالنسبة للرافعة المالية لإرتباطها بالمردودية.

أما بالنسبة للرافعة التشغيلية* فهي على التوالي: (2008 = 0.94، 2009 = 0.55)، نلاحظ أن درجة الرافعة التشغيلية قد تحسنت في سنة 2009، ما يعني عدم وجود مخاطر تشغيلية تخشاها المؤسسة. هذا التغير في درجة الرفع التشغيلي راجع إلى تقلب معدلات المردودية الإقتصادية ما بين سنتي 2008 و 2009 نتيجة التغير الطفيف الذي مس رقم أعمال المؤسسة (من 37 إلى 89 مليون دج).

2. التحليل الديناميكي:

1.2. التغيرات الحاصلة في نواتج المؤسسة:

جدول (3-10): تحليل النشاط الصناعي والتجاري لمؤسسة ETER Algérie (2009-2008)

الوحدة: مليون دينار جزائري.

2009	2008	البيان
معدل التغير	معدل التغير	
17.8	6.4	رقم الأعمال السنوي

*الرافعة التشغيلية = Δ نتيجة الإستغلال / Δ رقم الاعمال.

-20	-4.5	القيمة المضافة
-8.59	-5.95	نتيجة الإستغلال
-9.12	-5.35	النتيجة الصافية
نسب التسيير		
-2.44	-113,45	مصاريف العاملين/القيمة المضافة

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

يلاحظ من خلال تطور نشاط المؤسسة أن رقم الأعمال إرتفع في سنة 2009 مقارنة بسنة 2008، ويرجع السبب الأساسي لهذا الإرتفاع إلى زيادة المبيعات في البضائع والمنتجات خاصة بعد إعادة هيكلة المؤسسة من طرف الشريك الإيطالي سنة 2007. وفي مقابل إرتفاع رقم الأعمال، يتضح أن القيمة المضافة إنخفضت بمعدلات عالية سنة 2009، ويتضح هذا من زيادة الإستهلاك في المواد الأولية ومصاريف العاملين.

جدول (3-11): إستهلاكات المؤسسة من المواد الأولية والخدمات

الوحدة: مليون دينار جزائري.

2009	2008	
معدل التغيير إلى رقم الأعمال	معدل التغيير إلى رقم الأعمال	
62	26	المواد الأولية المستهلكة
104,91	212,22	مصاريف العاملين
8	2,2	مصاريف مالية

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

انخفاض مصاريف العاملين بدرجة عالية يبين أن المؤسسة قد إستطاعت تغطية أجورهم ومستحقاتهم المتراكمة برقم أعمالها.

وعلى العكس من ذلك يتضح أن المصاريف المالية قد إرتفعت خلال سنة 2009، وهو ما يتضح عنه لجوء المؤسسة إلى الإقتراض لتسوية مستحقات العاملين، كما يبين أن رقم الأعمال لم يستطع تغطية هذه المصاريف.

2.2. تحليل الفائض الخام للإستغلال:

جدول (3-12): تحليل التوازن المالي

الوحدة: مليون دينار جزائري.

التعليق	2009	2008	2007	
- مصاريف العاملين إستنفدت كل الإيرادات ولم تغطي كليا	-133	-92	-17	الفائض الإجمالي للإستغلال
- ليس للمؤسسة قدرة على تمويل ذاتها.	-150	-91	-17	قدرة التمويل الذاتي

المصدر: من إعداد الطلبة، بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من الجدول أعلاه يلاحظ أن المعطيات المالية للمؤسسة تشير إلى أن المؤسسة تواجه صعوبة مالية إتجاه إلتزاماتها خاصة القصيرة الأجل منها، وهو في الغالب ما يفتح أمامها باب الإقتراض الذي يعتبر الملجأ الوحيد للمحافظة على سيرورة نشاطها، ولكن في غياب مؤشرات الضمان فالمؤسسات المالية توجه شروط تنقل من كاهل المؤسسة ويفتح أمامها أبواب الإفلاس.

3.2. أدوات خزينة الإستغلال:

جدول (3-13): أدوات الخزينة

الوحدة: مليون دينار جزائري.

2009	2008	
-125	-35	التغير في رأس المال العامل
-77	99	التغير في الإحتياج
-182	-134	التغير في الخزينة
-56	-191	فائض خزينة الإستغلال
-73	-190	الفائض الإجمالي للخبزينة

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول نجد أن المؤسسة لم تحقق فائض في خزينة الإستغلال، وهو ما يفسر أنها غير قادرة على تمويل إستثماراتها لأنها عجزت عن تمويل أنشطتها الإستغلالية.

كذلك الحال بالنسبة للفائض الإجمالي للخبزينة، حيث لم تحقق المؤسسة أي فائض في هذه الأخيرة ما

يعني أن نشاط الإستغلال لم يحقق تدفقات للخبزينة.

وعليه من خلال النتائج المتوصل إليها يمكن القول أن خزينة المؤسسة تعاني من عجز مزمن وأنها

غير قادرة على مواصلة النشاط.

3. استخدام طريقة التنقيط:

2009	2008	2007	
-0.07	0.01	-0.1	X ₁

-0.15	-0.03	0	X_2
-0.19	-0.22	-0.06	X_3
0.57	0.26	1.19	X_4
-1.62	-1.24	0.19	Z

$Z < 0$ ، إذن فالمؤسسة على حافة الإفلاس، أي أنها تعاني من صعوبات مالية كبيرة وليس هنالك من شك

أن عودتها إلى النشاط صعب جدا عليها.

شكل رقم (3-5): تحديد احتمالات الإفلاس خلال ثلاث سنوات

احتمالات الإفلاس %			Z
المؤسسة في وضعية سليمة	0		4
	5		2.5
	10		2
	15		1.35
	20		1
	25		0.8
	30		0.56
المؤسسة في حالة شك	35		0.5
	40		0.3
	45	$Z_{2007}=0.19$	0.2
	50		0
	55		-0.15
	60		-0
	65		-0.5
المؤسسة في حالة إفلاس	70		-0.7
	75		-0.9
	80	$Z_{2008} = -1.24$	-1
	85		-1.5
	90	$Z_{2009} = -1.62$	-2
	95		-3
	100		-4

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

الشكل السابق يظهر أن المؤسسة كانت بعيدة عن منطقة الخطر سنة 2007 حيث بلغ احتمال إفلاسها

45%، ولكن هذه الوضعية لا تمثل سوى مرحلة مؤقتة بالنسبة للمؤسسة، وهذا ما أثبتته السنة الموالية

حيث إرتفعت هذه النسبة إلى 80% وهي ضعف النسبة السابقة، لتصل حتى 90% سنة 2009، وهو ما يندر

مسيرتي المؤسسة بإحتمالية التصفية أو إعادة مراجعة قدرات المؤسسة على مواصلة النشاط.

المطلب الثاني: تأثير نتائج المؤسسة على تكلفة تمويلها

بعد عملية تحليل نتائج المؤسسة سوف نتطرق إلى الآثار التي يمكن أن تحدثها هذه الأخيرة على تكلفة

تمويلها.

1. تكلفة التمويل بالأموال الخاصة:

الجدول (3-14): تطور تكلفة الأموال الخاصة خلال الفترة (2007-2009)

الوحدة: مليون دينار جزائري.

السنوات	2007	2008	2008
ديون إتجاه المؤسسة	34	38	38
أموال خاصة	146	283	175
تكلفة الأموال الخاصة	%26.35	%13.37	%21.63

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

من خلال الجدول نجد أن تكلفة الأموال الخاصة عرفت نوعا من التذبذب، ففي سنة 2007، والتي تعد بداية نشاط المؤسسة بعد عملية إعادة البعث من جديد، سجلت خلالها تكلفة تمويل الأموال الخاصة قدرت بـ %26.35 وهي نسبة مرتفعة، وهذا بالنظر إلى إعتادها على الأموال الخاصة كمصدر تمويلي رئيسي. أما سنة 2008 فنجد أن تكلفة الأموال الخاصة إنخفضت، حيث سجلت نسبة %13.4 ويمكن إرجاع ذلك إلى إدخال المؤسسة عنصر التمويل بالإقتراض والذي خلق نوع من التوازن في مصادر التمويل، بالرغم من أن الأموال الخاصة بقيت المصدر الأول لتمويل المؤسسة.

سنة 2009 إرتفعت تكلفة الأموال الخاصة من جديد لتتخطى نسبة %21 بالرغم من أن الأموال الخاصة إنخفضت إلى %77 وهذا لأن الإرتفاع في الديون وصل الى قيم غير مقبولة.

2. تكلفة الإقتراض:

الجدول (3-15): تطور تكلفة الإقتراض خلال الفترة (2007-2009)

الوحدة: مليون دينار جزائري.

السنوات	2007	2008	2009
مصاريف مالية قبل الضريبة	0.02	0.8	7
ديون مالية	-	7	52
تكلفة الإقتراض	-	%11.6	%13.6
الوزن النسبي للإقتراض	%2.56	%2.5	%2.3

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

سنة 2007 كما تم الإشارة سابقا هي بداية النشاط للمؤسسة بعد معانات دامت سنوات كثيرة، حيث لم تعتمد المؤسسة في هذه السنة على الإقتراض بشكل كبير في عملية تمويل نشاطها، حيث نجد الديون المالية منعدمة فيما نسجل وجود الديون الطويلة الأجل بالإضافة إلى ديون الإستغلال والتسبيقات، وهو ما يفسر كون تكلفة الإقتراض ضئيلة أو لا تكاد تذكر. سنة 2008 نجد أن المؤسسة حصلت على ديون مالية وهو ما جعل تكلفة الإقتراض تعرف إتجاه آخر حيث، سجلت نسبة 11.6% بالرغم من الحفاظ على نفس الوزن من الأموال الخاصة، أما سنة 2009 فعرفت تكلفة الإقتراض إرتفاع أكثر حيث سجلت 13.6% وهذا بسبب إرتفاع مصاريف الإقتراض لأن المؤسسة عجزت على تسديد ديونها بالإضافة إلى تقادم الديون المالية، وهذا ما تبينه النتائج التي تم توضيحها سابقا.

3. التكلفة الوسطية المرجحة:

الجدول رقم (3-16): يمثل تطور تكلفة التمويل الإجمالية خلال الفترة (2007-2009)

الوحدة: مليون دينار جزائري.

البيان	2007	2008	2009
تكلفة الأموال الخاصة	26.35%	13.37%	21.63%
الوزن النسبي للأموال الخاصة	97.5%	97.5%	77%
تكلفة الإقتراض	-	11.6%	13.6%
الوزن النسبي للإقتراض	2.56%	2.5%	2.3%
تكلفة التمويل الإجمالية	25.7%	13.6%	19.78%

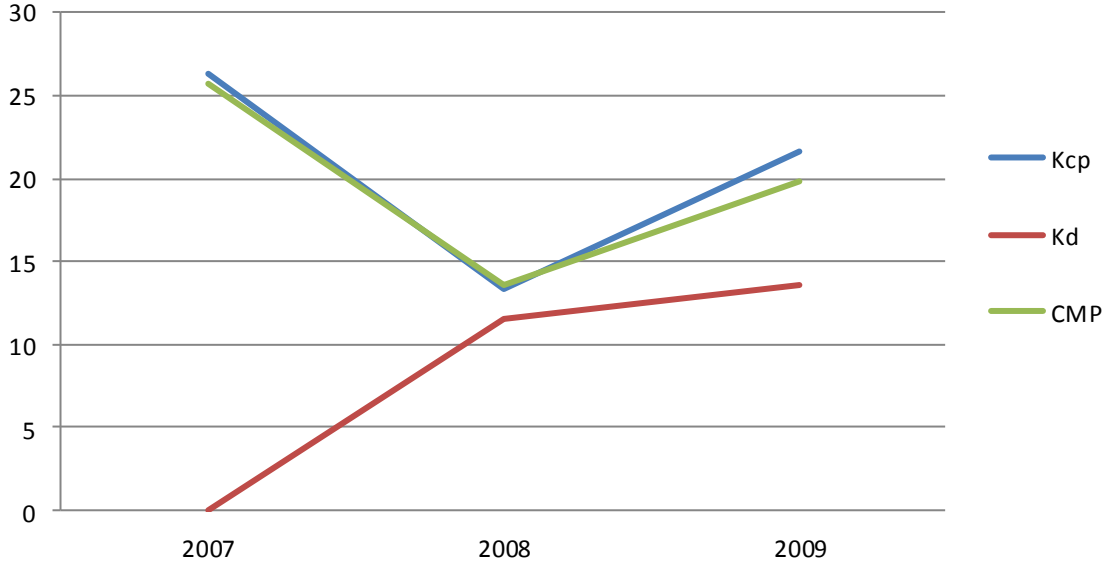
المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة

يلاحظ من الجدول السابق أن تكلفة التمويل قد إرتفعت، نتيجة إرتفاع تكلفة التمويل بالإستدانة مقارنة بسنة 2008، ويعد لتكلفة الإفلاس الأثر الكبير في الرفع من تكلفة التمويل والتي ظهرت بسبب النتائج التي حققتها خاصة بعد الإرتفاع الذي شهدته سنة 2009 وهو ما يفسر كون معدل وتكلفة الإستدانة قد ارتفعا بدرجة كبيرة حيث بلغ الفارق بين سنة 2008 و 2009، 39% ما يبرز أن المؤسسة تعتمد على القروض في تغطية احتياجاتها التمويلية.

والشكل التالي سيوضح لنا تطور كل عنصر إلى إجمالي تكلفة تمويل المؤسسة فيما بين سنة 2008

إلى 2009.

الشكل رقم (3-6): تطور تكلفة تمويل المؤسسة من سنة 2007 إلى 2009



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة.

وعموما ما يمكن قوله أن النتائج التي حققتها المؤسسة والتي ميزتها الخسائر الكبيرة والمتراكمة والإختلالات على جميع المستويات ساهمت في ظهور ما يعرف بتكلفة الإفلاس، حيث رفعت هذه الأخيرة من مجموع تكاليف المؤسسة، ما خلق ضغطا كبيرا على مصادر تمويلها نتيجة غياب أقل شروط الضمان للمستثمرين أو الدائنين* .

* كل النتائج والحسابات المتوصل إليها تم حسابها بالإعتماد على القوائم الموجودة في الفصل الأول.

خلاصة

ما يمكن إستخلاصه من الدراسة التطبيقية لمؤسسة وإستنادا للمؤشرات المالية المستعملة في قياس وضعيتها نجد أن هذه الأخيرة تعاني من صعوبات كبيرة على المستوى المالي سواء من ناحية السيولة (النقدية) أو من ناحية عدم قدرتها الحصول على المزيد من القروض نتيجة تحقيقها نتائج سلبية طول فترة الدراسة والتي كشفت عن خسائر كبيرة لأن المؤسسة لم تحقق عوائد ولم تستطيع تغطية تكاليف التمويل المترتبة عليها. هذا لأنها قامت بالإعتماد على القروض بأكثر من طاقتها بالرغم من أنها تعاني من مشاكل ما جعلها أكثر عرضة لمخاطر الإفلاس وجعل تكاليف تمويلها تأخذ قيم مرتفعة جدا.

الخاتمة العامة:

من خلال معالجتنا لهذا الموضوع والمدعم بدراسة ميدانية في إحدى المؤسسات وإعتمادا على ما تم تقديمه من معلومات نظرية إستطعنا من خلالها التعرف على تكلفة التمويل بمختلف أنواعها وتحديد خطر الإفلاس والذي ينتج عند وقوع المؤسسة في أزمة خزينة ناجمة عن فقدان السيولة، فيها تظهر المؤسسة غير قادرة على تسديد التزاماتها نحو الدائنين.

أما التحليلية منها، فقد إرتكزنا على مجموعة من النظريات التي من خلالها تطرقنا إلى توضيح وتحديد التأثيرات الناجمة عن عدم وجود تكاليف الإفلاس، والتي من خلالها تأكدنا أن وضعية المؤسسة لها دور كبير في تحديد تكلفة تمويلها، ما يعني أنه إذا كانت المؤسسة تعاني من صعوبات سينعكس على توازن هيكلها المالي، بالإضافة إلى أن يقلل ثقة المتعاملين معها بمختلف أنواعهم خصوصا إذا كانت المؤسسة تعتمد على القروض في تمويلها، وذلك لما ينتج عنه تفاقم في ظاهرة الإعسار وهذا الشيء إتضح لنا أكثر بعد دراسة حالة مؤسسة ETER ALGERIA والتي أمكنتنا من التطلع على عدة صعوبات تعاني منها هذه الأخيرة بالتحديد في الجانب المالي وذلك من خلال تواجدها في حالة عدم إستقرار بسبب الخسائر التي تتحملها المؤسسة وهذا إنعكس بدوره على قدرتها حيث لم تستطع تسديد أي قرض من القروض ووقعت في تراكمات كبيرة بسبب الفوائد الناتجة عن هذه القروض، بل ولم تستطع الحصول على أي قروض أخرى ما أدى إلى الرفع من قيمة التكاليف التمويلية لها.

نتائج البحث:

أسفرت هذه الدراسة على مجموعة من النتائج يمكن تقسيمها إلى نظرية وتطبيقية، وهذا ما مكنا من نفي أو إثبات كل فرضية ثم وضعها في مستهل البحث، وفيما يلي تلخيص لهذه النتائج:

النتائج النظرية:

- يعتبر التمويل الذاتي أفضل وسيلة للتمويل وأقلها تكلفة، لكن يكون في معظم الأحيان غير كاف لتغطية إحتياجات المؤسسة، وقد يؤدي الإكثار من حجز النتيجة خلال عدة سنوات لرفعه، إلى صرف إهتمام المساهمين بالمؤسسة. فيما يعتبر الإقتراض أكثر مصادر التمويل أهمية في تغطية الإحتياجات لكنه في نفس الوقت أكثرها خطورة والذي تنتج عنه تكلفة الإفلاس وهذا إذا كان غير متحكم فيه.

- يحق فقط للمؤسسات الكبيرة اللجوء إلى التمويل السندي، والذي تفضله هذه المؤسسات للمحافظة على إستقلالية التسيير، ولكن في المقابل ينجم عنه تكاليف مرتفعة وتراجع مقدرتها على الإستدانة.

- يتمثل هيكل التمويل الأمثل، في الهيكل الذي يحقق أعلى مردودية وأقل المخاطر (مثلا الإفلاس).

- يؤدي تراجع نصيب الأموال الخاصة في الهيكل التمويلي للمؤسسة إلى تزايد إمكانية الإفلاس، ويحمل المؤسسة تكاليف تنجم عن ارتفاع معدلات الفائدة (ارتفاع عمولة خاصة بالمؤسسة لزيادة تخوف المقرضين من إفلاس المؤسسة).

- على خلاف الخطر المالي الذي يعود على الشركاء فقط، فالإفلاس يعتبر خطرا شاملا حيث أنه يعود على جميع المتعاملين.

النتائج التطبيقية:

- الخسائر المتركمة

إن التدهور المستمر في رأس المال العامل الصافي الإجمالي سببه الرئيسي تحقيق خسائر متتالية أدت إلى تآكل الموارد الدائمة، وتزامن ذلك في تسارع وتيرة الإستثمارات.

- نمو غير متحكم فيه

وقعت المؤسسة في فخ السوق الواعدة، حيث حاولت الإستجابة للطلب المتسارع في السوق، وهو ما أدى إلى تنامي إستثماراتها بمستوى يفوق حجم مواردها الدائمة المتناقصة، وهو من أحد الأسباب التي أدت إلى زيادة تكلفة تمويلها.

- سوء تسيير عناصر الاستغلال

هناك إفراط في التخزين مما يؤدي بالمؤسسة إلى تحمل بعض التكاليف التي هي في غنى عنها من جهة، أو من ناحية عدم التحكم في تسيير كل من عملائها ومورديها.

- لا تستعمل المؤسسة على الإطلاق عنصر الإعلان للترويج والتعريف بمنتجاتها.

- تعتمد المؤسسة على المبيعات كمعيار لاتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بخط الإنتاج.

- تعتمد المؤسسة على وضع ميزانيات تقديرية سنوية للتمويل.

- أسعار المنتجات مرتفعة وهذا بسبب طول شبكة التوزيع وإرتفاع تكلفة المواد الأولية خاصة المستوردة منها.

- تكاليف باهظة نتيجة عملية إعادة التأهيل لوسائل الإنتاج وإدخال منتجات جديدة.

التوصيات:

قادتنا هذه الدراسة وبصفة خاصة نتائجها إلى إقتراح جملة من التوصيات تتمثل فيمايلي:

التوصيات بشكل عام:

- يجب على أي مؤسسة الأخذ بعين الإعتبار عند البحث عن الهيكل المثالي للمؤسسة كل من العناصر التالية:

- المردودية المحققة من عملية مزج كل موارد التمويل المتاحة للمؤسسة.
- التغييرات في رأس المال بتغير حصة كل مورد في هيكل التمويل للمؤسسة.
- تكاليف الإفلاس التي قد تتحملها المؤسسة.
- تكاليف المراقبة للمؤسسة من المساهمين.

- إستخدام مصادر التمويل التي تتوافق مع إمكانيات المؤسسة دون إفراط أو تفريط، والتي تضمن لها الاستمرارية بأقل التكاليف.

- يفضل الإعتماد على مزيج من الأموال الملكية والاقتراض نظرا للميزة الضريبية التي تتميز بها الديون من جهة، وخاصة الأموال المملوكة التي تسمح للمؤسسة باحتجاز الأرباح وعدم توزيعها من جهة أخرى.

التوصيات الخاصة بالمؤسسة:

- تسببت الخسائر المتراكمة في تدهور حاد لرأس المال العامل الصافي الإجمالي ومنه فتصحيح هذا الوضع يعتبر الخطوة الأولى، ويتم ذلك عن طريق التحكم في النمو المتسارع لرقم الأعمال من جهة والتخفيض من الاستهلاكات من جهة أخرى.

-التسيير العقلاني والفعال لعناصر الإستغلال، وذلك من خلال تقليل التعامل مع العملاء الذين يفرضون آجال دفع طويلة وتكثيف التعامل مع نوع آخر منهم، بالإضافة إلي التفاوض مع الموردين بهدف الحصول على قروض توريد، وإتباع سياسة توريد تتوافق فيها المشتريات مع الاستهلاكات ووتيرة النشاط.

- عدم الدخول في منتجات جديدة قبل دراسة جيدة ودقيقة لإمكانية نجاح هذه المنتجات وإتباع مراحل تطور المنتج.

- يفضل أن تكون الميزانيات التقديرية للتمويل شهرية.

- أما فيما يخص الإنتاج بالنسبة للخزف المنزلي فنقترح رفع جودة المنتج من أجل تحقيق مردودية أفضل، وذلك لوجود منتج أجنبي في السوق أما بالنسبة للمنتج الجديد الخزف الصحي والمواد المقاومة للحرارة فمن الضروري تخفيض تكاليف إنتاجها من خلال محاولة تحسين المواد الأولية في الجزائر دون اللجوء إلى الخارج.

- أما بالنسبة لسياسة التسويق والبيع فإن الأمر يتطلب من المؤسسة فتح فضاءات ونقاط بيع تقوم هي بإدارتها داخل الولاية وخارجها.

- إعادة النظر في الديون التي تسمح للمؤسسة الحصول على استقلاليتها وذلك دون إفراط أو تفريط.

- وإذا اتبعت المؤسسة هذه التعديلات فإن وضعيتها المالية ستتحسن وهذا سينعكس على تكلفة تمويلها.

- وفي الأخير نرجو من المسؤولين المشرفين على إدارة الوحدة أن يكونوا على مستوى من الوعي بالوضع الذي تمر به المؤسسة وعدم محاولة تغطية الحقائق في الواقع بل إيجاد حلول من أجل استمرارها.

آفاق البحث:

أن البحث في هذا مجال لا يزال واسعاً، إذ يمثل كل مورد باباً يمكن التعمق فيه، كما لا تزال بعض النقاط مجهولة يمكن أن تكون موضوعات لبحوث وإشكاليات تنتظر المعالجة وهي كالتالي:

- من الضروري تكرار هذه الدراسة بنفس المتغيرات الحالية في سنوات لاحقة وذلك لتأكد من ثبات النتائج التي قدمتها الدراسة.

- إدخال متغيرات أخرى ذات صلة لم يتم التطرق إليها بتفصيل مثل المشاكل الناجمة عن الإدارة والرافعة التشغيلية والتي قد تحدث متغيرات على مجرى البحث.

- هل أن إقحام المؤسسات العمومية في السوق المالية يعتبر قراراً صائباً؟ وهل من شأنه تدعيم فعالية المؤسسات وإخراجها من القوقعة الموضوعية فيها؟.

- كيف يمكن للجهاز المصرفي التأقلم مع التغيرات الجديدة في المحيط، وإلى أي حد يمكن أن يدعم تمويل المؤسسات العاجزة ؟ .

- هل السوق المالية عامل محفز لتطور المؤسسات الخاصة، بشكل يساعد على إزالة تخوفات هذه الأخيرة من فقدان سيطرتها على المؤسسة ؟.

و أملنا أن يكون التوفيق رائدنا في هذا العمل، فإن كان ذلك فهو رجاؤنا و إن لم يكن فحسبنا أننا حاولنا والله من وراء القصد.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب

- أسعد أحمد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، الأردن، 2010.
- حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2011.
- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997.
- ضياء مجيد الموسوي، البورصات، منشورات Mages، الجزائر، 1998.
- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الصفاء، عمان، 2000.
- عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية، دار وائل للنشر، الأردن عمان، الطبعة الثالثة، 2007.
- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، مصر، 1993.
- عبد المنعم بن إبراهيم العبد المنعم، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2009.
- فرد ويستون بوجين برجام ترجمة (عبدالرحمن دعالة، بيلة عبد الفتاح السيد النعماني)، التمويل الإداري، الجزء الثاني، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، جامعة الملك سعود القصيم، 1992.
- مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2004.
- محمد بوراس، تمويل المنشأة الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008.
- محمد سويلم، " الإدارة المالية في ظل الكوكبية، جامعة المنصورة، المنصورة، مصر، 1997.

قائمة المراجع

- محمد صالح الحناوي وإبراهيم سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- محمد نظير رياض، الإدارة المالية، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، 2001.
- مصطفى رشدي شيحة، إقتصاديات النقود والمصارف والمال، الطبعة السادسة، الجزائر، 1996.
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الخامسة، 2003.
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في التمويل، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 2003.
- نور الدين خبابة، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، الطبعة الأولى، 1997.

الرسائل الجامعية

- بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، أطروحة مقدمة للحصول على شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة، 2005.
- جهيدة نسيلي، أثر العجز المالي على المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2004-2005.
- محبوب بن حمودة، تكلفة رأس المال، معدل المردودية ومقياس لإتخاذ القرار الاستثماري، مذكرة ماجستير، الجزائر، 1992.
- هبة حفيان وزينب خرخاش، أهمية مصادر التمويل في تحسين الميزة التنافسية "دراسة حالة مركب بن عمر"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة المستر، تخصص مالية مؤسسات، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، 2010-2011.
- ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011.

الملتقيات والمجلات

قائمة المراجع

- عبد الغاني ددان، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، عدد 06/2008.
- عبد الله وخالد أمين، التحليل المالي لغايات التنبؤ بالفشل، مجلة المصارف العربية، العدد 148، 1993.
- محمود جلال أحمد، طلال الكسار، استخدام مؤشرات النسب المالية في تقويم الأداء المالي والتنبؤ بالأزمات المالية للشركات (الفشل المالي)، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع لكلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، 2009.
- مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية دراسة نظرية تحليلية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية، بحوث إقتصادية العدد 31 جوان 2009.

قائمة المراجع باللغة الأجنبية

- Alain RIVET, Gestion Financière « Analyse et politique financiers de l'entreprise », ellipses, France, 2003.
- Armand Dayan et autres, Manuelle de Gestion, Ellipses, France, 1999.
- Ca vaillent, évaluation de l'entreprise et cout du capital financier, Vuibert gestion, paris, 1981.
- Elie Cohen, gestion financière de l'entreprise et développement financier, édition UREF, Pari, 1991.
- G.Duppallens & J-P Joband, Gestion financier de l'entreprise, édition Sirey, 1997.
- H.BIERMAN et autres, la préparation des financières dans l'entreprise, 2^{eme} édition, DUNOD, paris, 1972 .
- Jacqueline DELAHAYE & Florence DELAHAYE, Finance d'entreprise, DUNOD, paris, 2007.
- James van-horne, gestion et politique financière « la gestion à long terme », DUNOD, paris, 1972.
- P.VERNIMMEN Finance d'entreprise 5 éditions dalloz paris 2002.
- Rocher M, Le diagnostic financier, d'organisation, France ,1998.
- Steverson ricard, "Foundations Of Financial Management, 4th ed, 1998.
- Poulon Frédéric, Manuel d'Economie Generale, Ed: DUNOD, France, 1998

المواقع الالكترونية

- www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/activldoclyon/ziane.pdf .2012 تاريخ الاطلاع 13 جانفي
- www.3mri-gtr.com2012/04/26 تاريخ الاطلاع

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
17	أسباب الإفلاس حسب بعض الدراسات	1-1
24	نموذج لجدول الإستخدامات والموارد	2-1
28	الميزانية في نهاية الدورة	3-1
29	جدول التوازن المالي	4-1
29	قدرة التمويل الذاتي	5-1
30	جدول حسابات النتائج (جدول النتائج الوسيطة)	6-1
64	الميزانية الوظيفية المختصرة خلال 2007-2009	1-3
66	الأرصدة الوسيطة 2007 إلى 2009	2-3
67	تحديد رأس المال العامل	3-3
67	يمثل تطور الاحتياج في رأس المال العامل	4-3
68	تطور الخزينة الصافية	5-3
69	جدول يوضح نسب التمويل الدائم (2007-2009)	6-3
69	جدول يوضح نسب السيولة (2007-2009)	7-3
70	جدول يوضح معدلات الدوران (2007-2009)	8-3
70	نسبة المديونية والاستقلالية المالية	9-3
71	تحليل النشاط الصناعي والتجاري لمؤسسة ETER Algérie (2008-2009)	10-3
72	استهلاكات المؤسسة من المواد الأولية والخدمات	11-3
73	تحليل التوازن المالي	12-3
73	أدوات الخزينة	13-3
75	يمثل تطور تكلفة الأموال الخاصة خلال الفترة (2007-2009)	14-3
75	تطور تكلفة القروض خلال الفترة (2007-2009)	15-3
76	يمثل تطور تكلفة التمويل الاجمالية خلال الفترة (2007-2009)	16-3

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
16	تسلسل مراحل الإفلاس في المؤسسة	1-1
17	توزيع نسب أسباب الإفلاس حسب بعض الدراسات	2-1
36	تأثير نسبة الاقتراض (الرافعة المالية) على تكلفة الأموال حسب هذا المدخل	1-2
37	مدخل صافي ربح العمليات لدراسة تأثير الرافعة المالية على تكلفة التمويل	2-2
39	يوضح العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل حسب المنظور التقليدي	3-2
42	اطروحة <i>M&M</i> في ظل عدم وجود ضرائب	4-2
43	تكلفة التمويل حسب <i>M&M</i> في ظل وجود ضرائب	5-2
45	تأثير الاقتراض على معدل العائد الذي يطلبه الملاك في ظل وجود تكلفة الإفلاس	6-2
46	تأثير الاقتراض على تكلفة التمويل في ظل وجود الضريبة وتكلفة الإفلاس	7-2
48	تكلفة التمويل في ظل وجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة	8-2
61	الهيكل التنظيمي لمؤسسة ETER Algérie	1-3
66	تطور استخدامات المؤسسة خلال 2007-2009	2-3
66	تطور موارد المؤسسة خلال 2007-2009	3-3
71	تطور خصوم المؤسسة خلال سنوات الدراسة	4-3
74	تحديد احتمالات الإفلاس خلال ثلاث سنوات	5-3
77	تطور تكلفة تمويل المؤسسة من سنة 2007 إلى 2009	6-3

ملخص

في ظل التغيرات التي شهدها العالم وإثر الأحداث التي ميزتها واجهت المؤسسة الاقتصادية تحديات كبيرة لاسيما من الناحية المالية، حيث أن معظم المؤسسات كانت مهددة بالوقوع في فخ الإفلاس بسبب وضعها المالي، وما زاد الأمر تعقيدا هو لجوء هذه المؤسسات إلى الحصول على المزيد من القروض لتغطية عجزها بغض النظر عن الشروط المفروضة وتهدف هذه الدراسة إلى محاولة تحديد الآثار التي يمكن أن تحدثها تكلفة الإفلاس والمرتبطة بالقروض على تكلفة التمويل، وذلك من خلال البحث في الجدول القائم بين مختلف النظريات التي تناولت الهيكل المالي.

ويقوم البحث على تحليل مالي لتكلفة التمويل ودراسة الصعوبات التي تواجه المؤسسة، من خلال إبراز مختلف الجوانب المتعلقة بالإفلاس مع التركيز على الإقتراض بنوع من الخصوصية كونه من الأسباب الرئيسية لحدوث الإفلاس، وذلك لما ينتج عنه من مخاطر.

ومن أهم النتائج التي توصلنا إليها، هو أن تخطي المؤسسة حد معين من الإقتراض يحملها ظهور تكلفة الإفلاس والتي تعكس الوضعية السيئة للمؤسسة، ما يؤدي إلى الرفع من تكلفة التمويل.

وبصفة عامة، فإن أهم إجراء ينبغي المبادرة به هو بحث المؤسسات عن مصادر تمويل تتماشى مع إمكانياتها والتي تضمن لها الإستمرارية وبأقل التكاليف.

الكلمات المفتاحية:

تكلفة التمويل، الإفلاس، الإقتراض، مصادر التمويل.

Résumé

Vu les changements qu'a connu le monde, et les événements qui les ont caractérisés, l'entreprise économique a rencontré de grands défis surtout au niveau financier. La plupart des entreprises étaient menacées de faillite à cause de leur situation financière. Et ce qui a rendu la situation plus délicate est le retour de ces entreprises vers l'obtention d'autres crédits pour couvrir leur défaillance sans tenir compte des conditions exigées.

Cette étude a pour objectif de déterminer les effets que peut provoquer le prix de faillite lié aux crédits sur le prix du financement et cela à partir de la recherche sur les négociations entre les théorèmes du bâti financier. La recherche est basée sur une analyse financière du prix, du financement et l'étude des difficultés qui préoccupent l'entreprise, afin de montrer les différents côtés concernant la faillite, en se basant sur le crédit vu qu'il est parmi les causes essentielles de la faillite et qui peuvent résulter des dangers.

Parmi les résultats obtenus ; lorsque la société dépasse un certain niveau de crédit cela lui inculque l'apparition du taux de faillite qui montre la situation difficile de l'entreprise, ce qui provoque l'élévation du taux de financement.

En général, les entreprises sont censées chercher des sources de financement qui s'accompagnent avec ses capacités, et qui lui assurent la continuité avec un minimum de coûts.

Les mots Clés :

Le coût du financement, la faillite, Les sources de financement, Emprunt.