

أثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في المؤسسة الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة (2010-2020)

Impact of the financial structure on bankruptcy risk in the economic enterprise: an empirical analysis study at Omar Ben Omar Mills from 2010 to 2020

بشيشي وليد مخبر تنوع ورقمنة الاقتصاد الجزائري جامعة 8 ماي 1945-الجزائر- bechichi.walid@univ-guelma.dz	مجلح سليم مخبر تنوع ورقمنة الاقتصاد الجزائري جامعة 8 ماي 1945-الجزائر- medjellekh.salim@univ-guelma.dz	خلفلاوي إخلاص* مخبر تنوع ورقمنة الاقتصاد الجزائري جامعة 8 ماي 1945-الجزائر- khalfallaoui.ikhlas@univ-guelma.dz
--	---	---

تاريخ النشر: 2022/12/ 31

تاريخ القبول: 2022/11/ 24

تاريخ الاستلام: 2022/10/ 13

الملخص:

تهدف الدراسة إلى وصف، تحليل وقياس أثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر عن طريق تطبيق نموذج أشعة الانحدار الذاتي VAR خلال الفترة (2010-2020)، حيث تم تحديد الهيكل المالي باعتماد على نسبة الديون لإجمالي الموجودات، نسبة الديون لحقوق الملكية، نسبة ديون طويلة الأجل لإجمالي الموجودات و نسبة ديون قصيرة الأجل لإجمالي الموجودات، في حين تم قياس مخاطر الإفلاس باستخدام أسلوب البروبيت.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقات مختلفة، ايجابية وسلبية، بين متغيرات الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس بالنسبة للتأخيرات الثلاث، كما بين التحليل شدة العلاقة بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المفسرة طيلة فترة الدراسة، بالإضافة إلى عدم وجود لعلاقات سببية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في الاتجاهين، وبالتالي فسببية غرانجر لا تعمل في أي اتجاه بين الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، مخاطر الإفلاس، مؤسسة مطاحن عمر بن عمر، نموذج متجهات الانحدار الذاتي VAR.

تصنيف JEL: G32; G33; C32.

Abstract :

This study aims to describe, analyze, and measure the impact of the financial structure on on risk of bankruptcy at Omar Ben Omar Mills by applying the VAR model from the period (2010 to 2020). The financial structure was determined based on the debt ratio of total assets, the debt ratio of property rights, the ratio of long-term debt to total assets and the ratio of short-term debt to total assets . Also, the risk of bankruptcy was measured by using the Probit method

The study concluded that there are significant relationships with different statistical significance, positive and negative, between the variables of the financial structure and the risks of bankruptcy for the three delays. The analysis also showed the severity of the relationship between dependent variables and independent variables throughout the study period. The study also revealed that Granger causation does not work in either direction between the financial structure and the risk of bankruptcy.

Keywords: Financial Structure, Bankruptcy Risk, Omar Bin Omar Mills Corporation, VAR model.

JEL classification codes: G32; G33; C32.

مقدمة:

اكتسبت مسألة تمويل المؤسسات أهمية كبيرة في مختلف الدراسات نظرا للأهمية البالغة لهذا العنصر الحيوي من أجل استمرار المؤسسة، وقدرتها على المنافسة، ومواجهة مختلف تهديدات المحيط الذي أصبح يتسم بمزيد من العدوانية وسرعة الدينامكية، لذلك تصبو المؤسسات دائما إلى ضمان التمويل اللازم من خلال تحديد المزيج التمويلي الذي يسمح لها بتحقيق الأهداف المسطرة وتجنبها الوقوع في الأزمات المالية. حيث تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تعظيم قيمتها مما يتطلب منها البحث المستمر عن الموارد الملائمة لتمويل أنشطتها وتغطية احتياجاتها، وفي سياق ذلك تواجه العديد من القرارات من أجل اختيار التوليفة المثلى من المصادر التمويلية المتاحة لتصل إلى الهيكل المالي المستهدف المعبر عنه بأموال الملكية وأموال الدين، وذلك وفق حاجة وقدرة المؤسسة.

وقد تعددت النظريات الخاصة بالهيكل المالي، فظهرت مقاربات تقر بوجود هيكل مالي أمثل بناء على عدة فرضيات وتحليلات تصب كلها في خانة تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتخفيض تكلفة التمويل إلى حدها الأدنى، في المقابل تنفي العديد من الدراسات إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل انطلاقا كذلك من عدة فرضيات وتفسيرات للسلوكيات التمويلية، دون التوصل إلى نظرية أو مقارنة تم الاتفاق عليها سواء بإمكانية تحقيق الهيكل الأمثل أو عدمها. حيث استبعدت النظريات المفسرة للهيكل المالي في النظرية الكلاسيكية أية مخاطر متعلقة باستخدام الديون في الهيكل المالي للمؤسسة، فاستبعد كل من مودكلياني وميلر في تحليلهما مخاطر الإفلاس الناتجة عن الافتراض، فالمؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وديون تكون معرضة لخطر الإفلاس، حيث أنه كلما زادت نسبة الديون فإنه تزداد معها مجموعة من المخاطر المالية واحتمالات الإفلاس، الناتجة عن عدم قدرة المؤسسة على تسديد ديونها وهو ما يشكل خطرا حقيقيا على المؤسسة.

1. مشكلة الدراسة: تواجه المؤسسات مشاكل أساسا تتمثل في التكيف مع المحيط المالي، وإيجاد التوليفة المناسبة لمصادر التمويل المتاحة، ونظرا لاختلاف وتباين هذه المصادر وعدم تجانسها، يمنح للمؤسسة الاقتصادية فرصة التنوع والمفاضلة بينها، بهدف بلوغ وتحقيق التركيبة التمويلية التي توازن بين العائد والمخاطرة، والعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة. حيث تسعى هذه المؤسسات للحصول على الأموال الأزمة لتغطية احتياجاتها بشكل يضمن السير السلس لعملياتها، وتوسيع استثماراتها مع مراعاة المخاطر والتكاليف التي قد تتحملها. فعملية اختيار التمويل تستوجب تحديد الخيارات المتاحة والتي يمكن تحديدها في اتجاهين: الاتجاه الأول يتمثل في الاقتصاد المديونية وهو الاقتصاد القائم على التمويل البنكي، وذلك من خلال القروض التي تمنحها أين تحتل البنوك دورا كبيرا في اقتصاديات المديونية، أما الاتجاه الآخر فهو اقتصاد الأسواق المالية من خلال

العديد من مصادر التمويل المتاحة في هذا النوع من الاقتصاديات، فعملية اختيار الميزج التمويلي تشكل ما يسمى بالهيكل المالي. وتنفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوع من المخاطر تسمى بمخاطر الإفلاس، وهذه المخاطر هي مخاطر إضافية تصيب المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فائدة القروض أو كليهما. بناء على ما سبق يمكننا طرح الإشكالية الآتية: ما أثر تركيبة الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر قادمة للفترة (2010-2020)؟

ومن أجل المعالجة الدقيقة والمفصلة لهذه الإشكالية تم طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ✓ ما هي المصادر التمويلية المسؤولة عن وقوع خطر الإفلاس في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر؟
- ✓ ما نوع العلاقة التي تربط الهيكل المالي بالمخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر؟
- 2. فرضيات الدراسة: على ضوء التساؤل الرئيسي والأسئلة فرعية يمكننا طرح الفرضيات الآتية:
- ✓ تساهم مكونات هيكل المالي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر في الرفع من مخاطر الإفلاس التي تتعرض لها؛

- ✓ اعتماد مؤسسة مطاحن عمر بن عمر على ديون في هيكلها المالي يعرضها لمخاطر الإفلاس خلال فترة الدراسة؛

- ✓ يؤثر الهيكل المالي ويتأثر بمخاطر الإفلاس في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

3. أهمية الدراسة: تكتسب الدراسة أهمية بالغة فهي تعالج إحدى مواضيع الساعة من خلال تركيزها على سعي المؤسسات الاقتصادية في استخدام المصادر المالية المتاحة أمامها بأقل التكاليف لتحقيق أعلى العوائد من جهة، وضمان استمرار والتوسع المؤسسة في ظل ديناميكية محيطها داخليا وخارجيا من جهة أخرى. ومن أهم التحديات التي تواجه المؤسسات عند تصميم هيكلها المالي الذي يتوافق مع أهدافها وخططها المستقبلية تعرضها إلى جملة من المخاطر الإفلاس التي قد تعرقل مسارها نحو استمرارها في ممارسة نشاطها، بسبب احتمال تآكل رأس مالها وزوالها وتصفيتها، ولهذا يعد موضوع مخاطر الإفلاس وهيكل المالي من أهم المواضيع التي وجه الكثير من الباحثين اهتمامهم إليها، وذلك لما ينتج عنها من آثار سلبية على المؤسسة الاقتصادية الوطني، وعلى العديد من الفئات مثل الملاك والفئات الاجتماعية الأخرى، وكل من له مصلحة كالمستثمرين والمقرضين والموظفين والعملاء والموردين والجهات الحكومية ذات الصلة، ومن جهة أخرى تظهر أهمية الدراسة التطبيقية من خلال إجراء دراسة تطبيقية للجانب النظري في أرض الواقع، من خلال نمذجة تحليلية قياسية وإحصائية لأثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر خلال الفترة (2010-2020).

- 4. أهداف الدراسة: يمكن حصرها في النقاط الآتية:

- ✓ إلقاء الضوء على الهيكل المالي ومكوناته؛
 - ✓ توضيح إطار مفاهيمي لمخاطر الإفلاس؛
 - ✓ تحديد العلاقة السببية بين العناصر المفسرة للهيكل المالي ومخاطر الإفلاس مؤسسة مطاحن عمر بن عمر؛
 - ✓ تقديم نموذج قياسي يفسر مدى تأثير الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر خلال الفترة (2010-2020).
5. منهجية الدراسة: تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لملاءمته لطبيعة الموضوع، وذلك من خلال وصف كل من الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس وتحليل قيمهما في مطاحن عمر بن عمر خلال فترة الدراسة، إضافة إلى الاعتماد على الأدوات الإحصائية والأساليب الكمية للقياس بالاعتماد على برمجية Eviews10. وتتناول هذه الدراسة من خلال نقطتين رئيسيتين تتمثل في: الإطار النظري لكل من الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس؛ دراسة قياسية لأثر تغير الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في مطاحن عمر بن عمر للفترة (2010-2020).

6. الدراسات السابقة: هناك بعض الدراسات التي تناولت بعض من جوانب الدراسة نذكر منها:

- دراسة بقباقي مسعودة، 2021، بعنوان: أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الجزائرية - دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، هدفت الدراسة إلى تحليل سلوك الهيكل المالي ودراسة انعكاساته على الأداء المالي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية في الجزائر خلال الفترة (2013-2017)، حيث شملت الدراسة 147 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، موزعة على ثلاثة قطاعات هي: الصناعة التحويلية، الخدمات والقطاع الزراعي، وذلك بالاعتماد على أحد طرق التحليل الإحصائي متعدد الأبعاد، وهي طريقة التحليل بالمركبات الأساسية، بالإضافة إلى أسلوب تحليل الانحدار المتعدد التدريجي، حيث تم قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر المردودية المالية. وقد خلص البحث إلى وجود أثر للهيكل المالي على الأداء المالي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية في الجزائر، وهذا على مستوى جميع القطاعات المدرجة في الدراسة، كما كشفت طريقة الانحدار المتعدد التدريجي إلى وجود أثر موجب للهيكل المالي على الأداء المالي بالمؤسسات قيد الدراسة.

- دراسة فاطمة محمد العسيري، 2020: بعنوان أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية : دراسة تطبيقية، هدفت الدراسة إلى التعرف على تأثير الهيكل التمويلي على عائد الحصة السوقية في المؤسسات الشركات السعودية. حيث تكونت عينة الدراسة من (75) شركة المساهمة في سوق الأسهم السعودية في خمسة قطاعات إنتاجية حيث تم التركيز على القطاعات المتعثرة. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن الديون قصيرة الأجل (الالتزامات) لها تأثير سلبي على

العائد على الحصة السوقية، وأن الدين طويل الأجل (الخصوم) ليس له أي تأثير على العائد على الحصة السوقية، وللملكية تأثير سلبي على العائد على الحصة السوقية.

- دراسة Elena Alexandra Nenu, Georgeta Vintila and Stefan Cristian Gherghina، 2018:

The Impact of Capital Structure on Risk and Firm Performance: Empirical بعنوان

Evidence for the Bucharest Stock Exchange Listed Companies، هدفت الدراسة للمساهمة

في الأدبيات من خلال التحقيق في العوامل المحركة لهيكل رأس المال للشركات من السوق الرومانية. بالنسبة لتحليل الاقتصاد القياسي، من خلال تطبيق الانحدار متعدد المتغيرات للتأثيرات الثابتة، بالإضافة إلى تقديرات بيانات اللوحة الديناميكية. وتوصلت إلى كون الرافعة المالية مرتبطة بشكل إيجابي بحجم الشركة وتقلب سعر السهم. من ناحية أخرى، فإن هيكل الدين له تأثير مختلف على أداء الشركات، سواء كان ذلك محسوباً على المقاييس المحاسبية أو يُنظر إليه على أنه تطور في أسعار حصة السوق.

- دراسة محمد بوشوشة، 2016، بعنوان: تأثير السياسات التمويلية على أمثليه الهيكل المالي

للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، حيث هدفت هذه الدراسة إلى توضيح مختلف سياسات التمويل التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية من أجل تمويل نشاطها الاستثماري والاستغلالي، ولقد توصلت الدراسة إلى أن أهم سياسات تمويل المؤسسة تتمثل في سياسة التمويل الذاتي، سياسة التمويل الخاص وسياسة الاستدانة، كما توصلت إلى وجود علاقة بين حجم المؤسسة وهيكل أصولها ودورة نشاطها وطبيعة قطاعها وبين الهيكل المالي.

- دراسة رقية شطبي، 2019، بعنوان: القراءة المالية خطر الإفلاس باستخدام جدول سيولة

الخزينة - دراسة حالة الشركة الوطنية للنقل بالسكك الحديدية ناحية قسنطينة، تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور جدول سيولة الخزينة في تحديد خطر الإفلاس للشركة الوطنية SNIF ناحية قسنطينة خلال الفترة (2010-2017)، ولقد تم التوصل إلى أن الشركة تعاني من عدم الملاءة المالية التشغيلية، كما أنها تلجأ إلى المتحصلات المتأتية من القروض من أجل تغطية العجز على مستوى نشاطها الاستغلالي وتسديد نفقاتها الرأسمالية وقروضها، الأمر الذي نتج عنه التذبذب المستمر لخزينة الشركة، مما يعرضها للإفلاس.

- دراسة قريشي خير الدين والبدوي إلياس، 2012، بعنوان: تشخيص خطر الإفلاس باستخدام

مميزات الإفصاح الحالي وفق النظام المحاسبي المالي، تهدف هذه الدراسة إلى بحث مدى مقدرة معلومات مخرجات النظام المحاسبي المالي في تشخيص خطر إفلاس المؤسسة الاقتصادية، وقد بنيت

فرضياتها إيجابا على أساس وجود قائمة التدفقات النقدية ضمن القوائم المالية، وبناءا على معطيات الدراسة التي تمثلت في 30 ميزانية لعينة من المؤسسات الجزائرية ووفق أسلوب إحصائي يدعى بالتحليل التمييزي ببرنامج SPSS، استخدمت في المصفوفة 16 نسبة مالية بعضها مستخرج من قائمة التدفقات النقدية. أسفرت الدراسة عن وجود ستة نسب ذات قدرة تمييز عالية بين المؤسسة المفلسة والمؤسسة السليمة، إذ يمكن استخدام هذه النسب في التشخيص عن طريق نموذج مقدر يحوي هذه المتغيرات.

- دراسة Johan Blac، 2010، بعنوان: **Financial Risk Identification Bsed On The Balance Sheet Information, International Conference About Control and Modeling Risk**, تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الميزانية في تحديد المخاطر المالية، ولقد اعتمدت الباحثة على المنهج الوصفي ومنهج دراسة الحالة على 100 مؤسسة كبيرة بولونية للفترة (2000-2009)، ولقد تم تقسيم العمل إلى ثلاثة محاور، حيث تناول المحور الأول مفهوم المخاطر المالية، أما المحور الثاني فتناول مؤشرات قياس المخاطر المالية التالية: خطر اختلال التوازن المالي، خطر اللاسيولة ومخطر الإفلاس، أما المحور الثالث تتمثل في دراسة الحالة لـ 100 مؤسسة كبيرة بولونية خلال الفترة (2000-2009). ومن أهم النتائج التي توصلت إليها أهمية الميزانية في الكشف عن المخاطر المالية للمؤسسات، فبالرغم من اعتبار الميزانية كشف ساكن إلا أنه يمكن من خلالها حساب عدة مؤشرات من أجل الحكم على خطر اختلال التوازن المالي، خطر اللاسيولة ومخطر الإفلاس، والتي من شأنها أيضا أن تساهم في عملية التنبؤ بهذه المخاطر.

- دراسة عبد الرزاق مريخي، 2020، بعنوان: **الإنذار بالفشل المالي للمؤسسات الاقتصادية بتطبيق مقارنة الشبكات العصبية الاصطناعية - حالة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية**، هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على موضوع فشل المؤسسات الاقتصادية وتبيان دور المؤشرات المالية وأهمية طريقة الشبكات العصبية الاصطناعية في تصميم نماذج التنبؤ بالفشل المالي. وبالتطبيق على عينة مكونة من (30) مؤسسة اقتصادية جزائرية ملائمة لأهداف الدراسة خلال الفترة (2014-2016)، ومن أجل إبراز أهمية طريقة الشبكات العصبية الاصطناعية في التنبؤ بالفشل المالي من خلال مقارنتها بطريقتي التحليل التمييزي والانحدار اللوجستي. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن النسب الأكثر تميزا تختلف من طريقة إلى أخرى حسب الطرق المعتمدة في اختيار المتغيرات في كل طريقة، كما خلصت إلى أفضلية طريقة الشبكات العصبية الاصطناعية (ANN) عن طريقتي التحليل التمييزي (MDA) والانحدار اللوجستي (LR) من حيث المرونة في التعامل مع البيانات، وكذلك من حيث دقة التصنيف، فقد حققت ANN نسبة تصنيف صحيح كلي قدره 185,7 سنة قبل الفشل في حين

حققت طريقتي MDA و LR نسبة 83.3% . أما سنتين قبل الفشل فقد حققت طريقة ANN نسبة تصنيف صحيح كلي قدرها 95.7% في حين حققت طريقتي MDA, LR نسبتي 86.7% و 76.7% على التوالي.

بعد عرض أهم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة، نجد أن دراستنا قد تتفق مع تلك الدراسات في نقاط معينة كما قد تختلف معها في نقاط أخرى، نتيجة لاختلاف الزمان والمكان التي تمت فيه، ووجهات النظر أو الزاوية التي ستمت من خلالها معالجة الموضوع. فبالرغم من تعدد الدراسات السابقة إلا أن القليل منها فقط حاول الجمع بين موضوع الهيكل المالي وموضوع مخاطر الإفلاس. وما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة أنها ملزمة وشاملة لمختلف جوانب موضوع الدراسة وحديثة من حيث الإحصائيات والنتائج المتوصل، وذلك بالاعتماد على الجانب الكمي الإحصائي القياسي في تحديد الأثر وعلاقة السببية بين الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس في المؤسسة محل الدراسة.

I. الإطار المفاهيمي لمخاطر الإفلاس

تتعدد المخاطر التي تواجه المؤسسات الاقتصادية خلال مسارها وفترة حياتها، ويمكن القول أن المخاطر من العناصر الأساسية للأنشطة الاقتصادية حيث أصبحت جزء لا يتجزأ منها، فلا يمكن الوصول للأهداف الإستراتيجية والمسطرة دون مواجهة هذه المخاطر.

1. مفهوم مخاطر الإفلاس

تشير المخاطر إلى احتمال الخسارة نتيجة التباين المحتمل في العوائد (horcher, 2005, pp. 1-2) ، أي عدم اليقين بنتيجة حدث مستقبلي (banks, 2002, p. 2) . وتعرف مخاطر على أنها احتمال وقوع حادث من شأنه التأثير على أهداف المؤسسة، أي حدوث اختلاف عن النتيجة المرجوة والمرجوة أو المخطط لها سواء كان ربح أو خسارة نتيجة عدم اليقين المرتبط بإتباع مسار عمل معين. وبالتالي فالخطر مرتبط بعنصرين هما: احتمالية الحدوث والعواقب أو الآثار المترتبة عنه". (dale, stephen, geoffrey, & walker, 2005, p. 03)

قد تعددت المفاهيم المرتبطة بالإفلاس ومخاطره، حيث لم يتم الاتفاق على مفهوم محدد حول مخاطر الإفلاس، ويمكن تعريف الإفلاس من الناحية القانونية بأنه "حالة الإفلاس القضائي التي تتعرض له المؤسسة كنتيجة لتوقفها على سداد ديونها في مواعيد استحقاقها المحددة، ويتم إشهار الإفلاس بحكم من محكمة متخصصة بغرض تصفيتها لتسديد هذه الديون لأصحابها". (الزبيدي،

2011، الصفحات 108-109)

وتعرف مخاطر الإفلاس بأنها: "الوضعية التي لا تستطيع عندها الأصول المتاحة للمؤسسة في مواجهة استحقاقها، حيث تحدد درجة مخاطر الإفلاس بمقارنة آجال استحقاق عناصر الخصوم مع آجال استحقاق عناصر الأصول". (بن ساسي وقريشي، 2006، صفحة 388)

كما تعرف بأنها: "نتيجة لزيادة تدهور أداء العمليات بالمؤسسة، وينعكس ذلك في موقف سداد التزاماتها الثابتة المستحقة وزيادة مبالغ القروض طويلة الأجل مقارنة بحقوق ملكية المؤسسة عند مستوى محدد من أداء التشغيل، مما يترتب عليه تدهور المؤسسة ووصولها لمرحلة الإفلاس في حالة عدم المعالجة الفعالة والجذرية لمخطر الإفلاس (العامري، 2007، صفحة 40). أي عدم قدرة المؤسسة على تحصيل ديونها من الطرف الآخر، إلى جانب العجز في سداد الالتزامات قصيرة وطويلة الأجل إذ تكون قيمة أصولها أقل من قيمة خصومها". (زبدة، 2021، صفحة 43)

وفي الأخير تعبر مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها المستحقة في تواريخ استحقاقها لعجز الإدارة على تحقيق عائد يتناسب مع أنشطة المؤسسة واستثماراتها، أي عدم تمكن التدفقات النقدية المحققة من نشاط المؤسسة من تغطية مستحقاتها (فوائد، أصل الدين، موردين.....) مما قد يؤدي بالمؤسسة على إعلان إفلاسها والتنازل عن أصولها لتسديد ما عليها في حالة تفاقم مخطر الإفلاس ومعالجته.

2. مراحل تشكل مخاطر الإفلاس

إن مخاطر الإفلاس ليس وليد لحظة معينة، ولكن نتيجة لتراكم مراحل مختلفة تتمثل في الآتي: (محمد إبراهيم محمد، 2021، الصفحات 754-755)

1.2. مرحلة الحضانة: تمثل مرحلة نشوء التعثر أي سوء الوضع المالي للمؤسسة: حيث تواجه المؤسسة بين الحين والآخر مشاكل في السيولة نتيجة عدم استغلال الطاقة الإنتاجية وزيادة تكاليف التشغيل، بالإضافة إلى ظهور بعض المؤشرات غير الجيدة مثل التغير في الطلب على منتجات المؤسسة، تزايد النفقات غير المباشرة وشدة المنافسة التي تتعرض لها، مما يؤثر على قدرة المؤسسة على الحصول على التسهيلات الائتمانية، وبالتالي يجب إيجاد حلول سليمة للخروج من هذه المرحلة.

2.2. مرحلة الفشل الاقتصادي: وتتمثل في عدم قدرة المؤسسة على تحقيق عائد اقتصادي يتلائم مع تكلفة الأموال المستثمرة.

3.2. مرحلة عجز النقدية: وتتمثل في العجز في رأس المال العامل نتيجة الاعتماد بشكل كبير على الديون، وتدني قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، وعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

4.2. مرحلة التعثر المالي: وتعني انخفاض قدرة مؤسسة علي توليد تدفقات نقدية تكفي لسداد التزاماتها، وتستطيع الشركة معالجتها، ولكن تأخذ المعالجة وقتا طويلا من الزمن، وتعمل في تعديل السياسات المالية للشركة، وتغيير الإدارة أو العمل على إصدار أسهم إضافية.

5.2. مرحلة الإفلاس: وهي مرحلة تأكيد الإفلاس، وتعتبر هذه المرحلة نقطة حرجة في تعثر المؤسسات، حيث يصبح الفشل محققا وتنتهي كل محاولات الإدارة للحصول علي تمويلات إضافية بسبب تجاوز الالتزامات الكلية.

6.2. مرحلة التصفية: وهي إجراء قانوني يتم من خلاله بيع جميع أصول المؤسسة، وإعادة جزء منها إلى المقرضين وغيرهم من أصحاب الحقوق.

3. مظاهر مخاطر الإفلاس

يمكن تحديد مجموعة من المظاهر التي تشير إلى أن الشركة متجهة إلى مخاطر الإفلاس. ومن أهم هذه المظاهر: (رمو و الوتار، 2010، الصفحات 12-13)

✓ الاختلال في الهيكل المالي للمؤسسة، كالاعتماد المتزايد على الاقتراض وبشكل خاص الافتراض قصير الأجل، والعمل على زيادة الرفع المالي؛
✓ عدم قدرة بعض المؤسسات على مسايرة التطور التمني وإتباع الوسائل التقليدية في انجاز مهامها التي قد تتصف بانخفاض كمامتها وفعاليتها في بعض الأحيان خاصة في ظل ظروف المنافسة الشديدة؛

✓ ضعف الكفاءة المالية والإدارية في إدارة أنشطة المؤسسة وعدم ملائمة الهيكل التنظيمي؛
✓ ضعف الرقابة على رأس المال العامل، الأمر الذي يؤدي إلى الارتفاع المستمر في بنود البضاعة والمدينين بالنسبة لحجم المبيعات؛

✓ فشل المؤسسة في التعرف على الأنشطة المربحة، والتأخير في دفع مستحقات الموردين على الرغم من تهديداتهم بالتوقف عن تقديم المواد الأولية واتخاذ إجراءات قانونية، والعمل على رفع قضايا على المؤسسة لدى المحاكم المختصة؛

✓ انخفاض المبيعات وتزايد المنافسة على المنتجات المستوردة أو المنتجة محليا، بالإضافة إلى تدني الربحية وتدهورها لفترات متتالية واحتمال استمرار ذلك في السنوات قادمة؛
✓ التأخر في إعداد الحسابات الختامية، وتقديمها للمصارف.

II. أدبيات عامة حول الهيكل المالي

يشكل الهيكل المالي عنصرا هاما ومحوريا في النشاط المالي للمؤسسة، وذلك نظرا لتأثيره على الأداء المالي للمؤسسة، وخاصة من ناحية تأثير هذا الهيكل على القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتبر الهدف الأساسي للوظيفة المالية للمؤسسة، ونتيجة لذلك اهتم الباحثون في مجال الإدارة المالية بالهيكل المالي.

1. مفهوم الهيكل المالي

قبل التطرق لمفهوم الهيكل المالي لابد التفريق بين معنى مصطلحين مرتبطين 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 الممتازة وحقوق الملكية واستبعاد الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال للمؤسسة يعتبر جزء من هيكلها المالي. (الحنفي و قرياقص، 2004، صفحة 129)

يعرف الهيكل المالي للمؤسسة بأنه: "مجموعة الموارد التي تمول المؤسسة سواء كانت أموال خاصة، ديون طويلة الأجل، ديون قصيرة الأجل، موارد تشغيلية (bierman JR, 2003, p. 3). أي هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف المركز المالي". (النعيمي و التميمي، 2009، صفحة 343)

ويقصد الهيكل المالي: "توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتكون طويلة أو قصيرة الأجل، سواء كانت أموال دين أو أموال ملكية". (اندراس، 2006، صفحة 401)

من خلال ما سبق يمكن القول أن الهيكل المالي للمؤسسة ما هو إلا مزيج أو تشكيلة من الأموال التي تستخدمها المؤسسة في تمويل استثماراتها ومجوداتها على اختلاف وتنوع مصادر الحصول عليها سواء كانت داخلية أو خارجية.

2. مكونات الهيكل المالي

يعني التمويل في المؤسسة الاقتصادية توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام، من خلال تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد (بوراس، 2008، صفحة 24). أي هو مجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة. (الجزراوي و الشيعي، 1998، صفحة 20) ويمكن الحصول على التمويل لتنوع الهيكل المالي من خلال إما التمويل بالملكية أو التمويل بالدين: (سهيلية و بولكثير، 2017، صفحة 244)

- 1.2. التمويل بالملكية (الأموال الخاصة): تتمثل في الأموال التي تخص المؤسسة وتملكها، ومن أهم مكوناتها رأس المال الصادر (الأسهم العادية) والأرباح المحتجزة والاحتياطات، ويشير رأس المال الصادر إلى ضرب عدد الأسهم والقيمة الاسمية للسهم، ويتعلق بالمؤسسات المصدرة للأسهم بالبورصة؛
- 2.2. التمويل بالدين (الديون): ويتم التمويل بالديون بموجب شروط وإجراءات تتحدد في ضوء توفر الأموال وعوائد الفرصة البديلة، وبعد تقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها.

3. سمات الهيكل المالي

ينبغي على المؤسسة التخطيط السليم لبناء الهيكل المالي الملائم الذي يعمل على تعظيم قيمتها ويراعي مصالح الملاك وبقية الأطراف ذات العلاقة بها. وتتمثل أهم السمات المميزة لهذا الهيكل المالي فيما يلي: (عبد العزيز، 2006، صفحة 217)

✓ الربحية والمرونة: يجب أن يعمل الهيكل المالي على تحقيق أقصى العوائد وتلبية احتياجات المؤسسة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة، مع قابليته لتعديل المصادر التمويلية المكونة له؛

✓ القدرة على الوفاء بالديون: فالمؤسسة ملزمة بالحفاظ على قدرتها للوفاء بالتزاماتها وتجنب الملاك للمخاطر إضافية؛

✓ الرقابة: وتتم من خلال تقليل المخاطر لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.

4. العلاقة بين الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس

تتميز المؤسسات التي تعتمد في تمويلها على مزيج بين أموال الملكية والقروض بتعرضها للمخاطر الإفلاس، ويرجع هذا إلى عدم قدرة المؤسسة على دفع الالتزامات المالية في المواعيد المحددة، بعبارة أخرى دخل المؤسسة يقل عن الالتزامات الثابتة لخدمة الديون (هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليل معاصر، 2000، صفحة 665). تضيق القروض ضغوط على المؤسسات، إذ تلتزم هذه الأخيرة بدفع الفوائد والأقساط في تواريخ محددة بغض النظر عن موقفها النقدي، الأمر الذي يؤدي إلى خلق اضطرابات مالية لها تكلفة في تفوق الفوائد المالية التي تعود من وراء الافتراض. (غنيم، 2005، صفحة 542)

فمخطر الإفلاس مرتبطة باستخدام ولجوء المؤسسة إلى تمويل هيكلها المالي بالديون، فالتوسع في استخدام الديون لن يكون له الأجر الإيجابي فقط من خلال أثر الرافعة المالية بل يمكن أن يكون له أثر سلبي كذلك والمتمثل أساسا في تزايد المخاطر المالية مما يؤدي إلى احتمال توقف المؤسسة عن الدفع لدائنها، وخاصة عندما تواجه المؤسسة مشاكل في نشاطها الاستغلالي كانهخفاض الأرباح نتيجة

لزيادة المنافسة أو زيادة التكاليف، وهو ما يؤدي إلى عدم قدرة التدفقات النقدية المحققة على تغطية الديون وفوائدها عند حلول آجال استحقاقها، وهنا تقع المؤسسة في حالة العسر المالي الذي يمكن أن يؤدي إلى إعلان إفلاسها . (بوشوشة، 2016، صفحة 166)

ومن المعروف أن زيادة نسبة الاستدانة إلى أموال الملكية يترتب عليه انخفاض متوسط تكلفة الأموال، وهذا لانخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بفعل الوفورات الضريبية، غير أن تجاوز نسبة الاستدانة لقيمة معينة يصبح خطر الإفلاس ملموساً ويترتب عليه ظهور تكلفة الإفلاس، أي بعبارة أخرى زيادة نسبة الاستدانة اثرين متضادين على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، فمن جهة يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال بفعل الوفورات الضريبية المحققة، وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية للوفورات الضريبية. ومن جهة ثانية تجاوز نسبة الاستدانة نقطة معينة يؤدي إلى ظهور مخاطر الإفلاس وما يصاحبها من تكاليف، وبالتالي زيادة تكلفة الأموال وما يصاحبها من انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس (زغيب، 2009، صفحة 166). وبالتالي يترتب على مخاطر الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف يطلق عليها اسم تكاليف الإفلاس بعضها مباشر والآخر غير مباشر. وتتمثل أساساً في:

1.4. التكاليف غير مباشرة: تتمثل في انخفاض أرباح المؤسسة، إما بسبب انخفاض كفاءة التشغيل التي عادة ما تحدث قبيل حدوث الإفلاس، أو بسبب ارتفاع حجم الفوائد نتيجة لزيادة في الأموال المقترضة، أو نتيجة لارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضين (هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، 2003، صفحة 247)، بالإضافة إلى تردد الأسواق المالية في إعطاء المؤسسة تمويلاً إضافياً، وعندما تتدهور هذه الحالات في المؤسسة يظهر عدد من أنواع التكاليف بدرجات مختلفة للعجز المالي حسب درجة خطورتها، وتشمل في ما يلي:

- ✓ الحصول على الأموال اللازمة بشروط قاسية، ومعدلات مرتفعة بسبب ارتفاع التكاليف؛
- ✓ فقدان العمالة ذات الخبرة، فإذا كان ازدهار المؤسسة غير مناسب، فإن الموظفين والمديرين الأكفاء سيبحثون على أماكن أخرى للعمل تكون أكثر ازدهاراً؛
- ✓ فقدان معظم الموردين؛
- ✓ فقدان المبيعات نتيجة فقد الثقة من بعض العملاء لاعتقادهم بأن المؤسسة في طريقها للفناء؛
- ✓ عدم القدرة على التمويل تحت أي شرط من الشروط، حتى في ظل وجود مشروعات استثمارية جيدة، نظراً لمخاطرتها العالية وذلك لأن كل الظواهر للمؤسسة غير مرغوبة؛

✓ الحاجة إلى تصفية الاستخدامات الثابتة لمواجهة متطلبات رأس المال العامل يجبر المؤسسة على تخفيض مستوى العمليات. (ويستون بوجين براجام، 1992، الصفحات 323-324)

2.4. التكاليف المباشرة: يمكن قياسها بسهولة وتضم كلا من المصاريف الإدارية والقضائية التي تدفعها المؤسسة وهذه التكاليف لا بد منها سواء قامت المؤسسة بهيكل ديونها أو أفلست. وقد قامت العديد من الدراسات العلمية بقياس التكاليف المباشرة للإفلاس (Altman (1984)، White (1983)، Weiss (1990) وأكدت أن هذه التكاليف المباشرة تمثل حوالي 3% من القيمة السوقية للمؤسسة، وفي دراسة لـ Warner (1977) بين بأن المبلغ المتوسط لهذه التكاليف هو 1% من القيمة السوقية للمؤسسة سبع سنوات قبل إفلاسها، وتزيد هذه النسبة كلما اقتربت أكثر من وضعية الإفلاس حيث تبلغ 25 % من القيمة السوقية للمؤسسة ثلاث سنوات قبل إفلاسها، وتنقسم هذه التكاليف إلى:

✓ التكاليف الحقيقية التي تتحملها المؤسسة: تمثل في كل المصاريف وأتعاب الخدمات الخارجية والداخلية في مقابل عمليات التقييم والمحكمة القضائية، وهي: أتعاب المهنيين واستنفار الموظفين؛

✓ التكاليف الحقيقية التي تؤثر على الدائنين: هناك تكاليف للإفلاس يتحملها الدائنون (بنوك، أصحاب السندات، الموردون، الدولة...) ناتجة عن وضعية إفلاس المؤسسة منها: أتعاب المهنيين، استنفار الموظفين، انخفاض الفعالية التجارية، ضياع حصة السوق والتركيز على المدى القصير. (عطية، 2015، الصفحات 65-68)

III. دراسة تطبيقية لأثر تغير الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة (2010-2020)

بعد تعرضنا في الجانب النظري لكل من الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس نحاول إسقاطه على الواقع التطبيقي من خلال إبراز أثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

1. تعريف بالمؤسسة محل الدراسة

تعتبر مؤسسة عمر بن عمر أحد أهم المعاملين الاقتصاديين الرئيسيين في مجال الصناعة الغذائية في الجزائر بخبرتها الطويلة في هذا المجال، حيث تأسست مؤسسة عمر بن عمر في 1984 على يد السيد عمر بن عمر، وذلك بإنشاء وحدة صغيرة لتعليب الطماطم، الهريسة، والمربى في بلدية بوعاتي محمود بولاية قالمة، وبعد وفاة عمر بن عمر تولى الأبناء مسؤولية إدارة الشركة وعملوا على تطويرها وتوسيعها لتصبح الآن مجمع يضم سبعة مؤسسات وهي: مؤسسة مطاحن عمر بن عمر

للمصبرات الغذائية CAB؛ مؤسسة أفق تنمية الزراعة HDA؛ مؤسسة بن عمر للترقية العقارية BPI؛ مؤسسة عمر بن عمر للسياحة BPT؛ مؤسسة مطاحن عمر بن عمر MAB والتي تتمحور دراستنا حولها. تأسست مؤسسة مطاحن عمر بن عمر في جوان 2000، وتعتبر من الناحية القانونية شركة ذات مسؤولية محدودة برأس مال قدره 500 مليون دج. تقع مؤسسة مطاحن عمر بن عمر ببلدية الفجوج في الشرقي لولاية قالملة وتتربع على مساحة تقدر بـ 42500 م². تقوم مؤسسة مطاحن عمر بن عمر بإنتاج المواد الغذائية سميد وعجائن بنوعيات مختلفة وأوزان متباينة بهدف تلبية حاجات ورغبات المستهلكين، والاستحواذ على أكبر حصة سوقية، حيث تنقسم مؤسسة مطاحن عمر بن عمر إلى وحدتين هما: وحدة المطاحن ووحدة العجائن والكسكس.

2. طبيعة العلاقة بين المتغيرات

لتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة اعتمدنا على سلسلة زمنية فصلية ممتدة من 2010 إلى

2020، وذلك من أجل استخدام تقنية نموذج VAR.

1.2 التعريف بمتغيرات الدراسة القياسية: أي نموذج قياسي لتفسير ظاهرة ما يجب أن يحتوي على

متغير تابع، متغيرات مفسرة والمتغير العشوائي إن وجد. والجدول الموالي يوضح متغيرات الدراسة

وكيفية الوصول إليها.

الجدول (01): متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

المتغيرات المستقلة وطريقة تحديدها	
نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات DTA	إجمالي القروض / إجمالي الموجودات
نسبة القروض إلى حقوق الملكية DTR	إجمالي القروض / حقوق الملكية
نسبة ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات FLT	ديون طويلة الأجل / مجموع الأصول
نسبة ديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات FCT	ديون قصيرة الأجل / مجموع الأصول
المتغير التابع وطريقة تحديده	
مخاطر الإفلاس RB	قمنا باستخدام نموذج البروبيت (Analyse Probit) لتقدير دالة الاستجابة وإيجاد العلاقة بين متغيرات مستقلة (الخاصة بنموذج بروبيت) ومتغير التابع (مخطر الإفلاس)، وفق الصيغة التالية: $F = -4.803 - 3.599R1 + 5.0406R2 + 0.1R3$ إلى أن تطبيق النموذج يحتاج إلى خطوة إضافية والمتمثلة في ترجيح المغيرات المستقلة بالوزن 1.8138، لتصبح صياغة المعادلة وفق العلاقة التالية: $F_{adjusted} = -8.7117 - 6.5279R1 + 9.8045R2 - 0.1814R3$ $P = 1 / (1 + e^{F_{adjusted}})$ حيث أن: F = القيمة التقديرية للنموذج ؛ R1= معدل العائد على الأصول؛ R2 = نسبة المديونية؛ R3 = نسبة التداول؛ Fadjusted = القيمة التقديرية المعدلة للنموذج؛ P = احتمال الإفلاس.

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الدراسات السابقة والأسس النظرية.

2.2 مصادر بيانات متغيرات الدراسة

اعتمدت الدراسة التطبيقية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر على سلاسل زمنية طويلة نسبياً تتضمن 44 مشاهدة بعد تحويل بيانات سنوية إلى بيانات ربع سنوية (فصلية) اعتماداً على برمجية Eviews 10، وتم الحصول على البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة من خلال القوائم المالية للمؤسسة للفترة (2010-2020)، وقد تم أخذ قيم المتغيرات في شكل نسب مئوية لكل من: نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات DTA، نسبة ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات FLT، نسبة ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات FCT ومخطر الإفلاس RB، في حين نسبة القروض إلى حقوق الملكية DTR في شكل معدل.

3.2 العلاقة التي تربط المتغيرات التابعة بالمتغيرات المفسرة حسب المنطق النظري

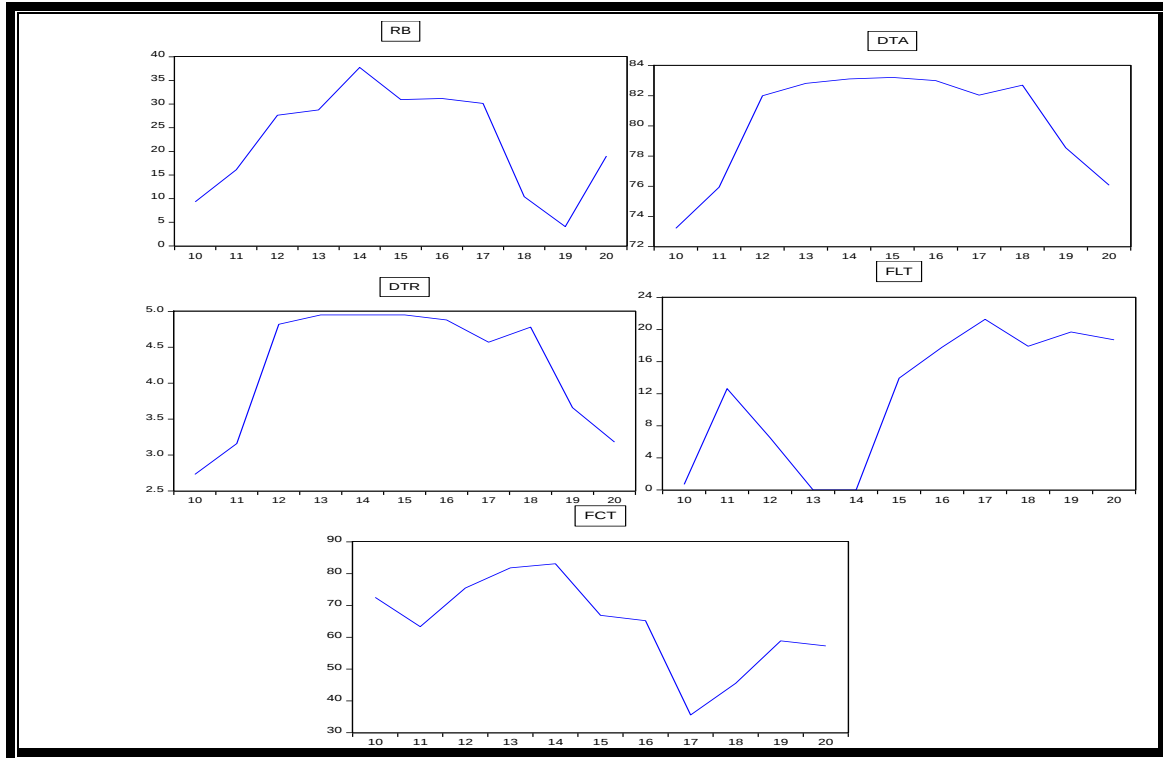
- ✓ تسعى المؤسسات الاقتصادية على تحقيق هيكلها المالي المستهدف وذلك بعد اتخاذ جملة من القرارات التمويلية والإستراتيجية، إلا أنه قد يساهم في المقابل على زيادة المخاطر التي تتحملها هذه المؤسسات بصفة عامة، ومخاطر الإفلاس بصفة خاصة، حيث تعتبر هذه الأخيرة من أهم المخاطر التي قد تتعرض لها المؤسسة نظراً لارتباطها الوثيق بنشاطاتها اليومية؛
- ✓ ترتبط مخاطر الإفلاس بقرارات التمويل، أي ترتبط باختيار المؤسسة للمزيج الذي يكون هيكلها المالي، وينتج عن الرفع المالي ارتفاع في درجة مخاطر الإفلاس التي قد يتعرض لها المساهمين، وذلك لزيادة احتمال عدم القدرة على خدمة الدين. بمعنى تحمل المؤسسة الاقتصادية لدرجة مخاطر أكبر إذا كانت مصادر تمويل ذات دخل ثابت سواء كانت قروض أو سندات أو غيرها من أساليب التمويل التقليدية تمثل الجزء الأكبر من هيكلها المالي، فالعائد على حقوق الملكية يتأثر بالزيادة والنقصان وبدرجة كبيرة إذا حدثت تذبذبات في صافي أرباحها من جهة، ويتربط عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار من جهة أخرى، ويعود تحقيق أرباح تتناسب مع حجم الديون إلى مدى كفاءة الإدارة المالية للمؤسسة محل الدراسة؛
- ✓ تنشأ المخاطر الإفلاس انطلاقاً من التذبذب الحاصل على مستوى الربح صافي بعد الضريبة، واحتمال عدم القدرة على سداد أقساط القروض والفوائد المستحقة في تاريخ استحقاقها، فكلما زادت حجم الاستدانة في هيكل تمويل المؤسسات زادت درجة مخاطر الإفلاس، وتتمثل المخاطر هنا في عدم تمكن التدفقات النقدية المحققة من نشاط المؤسسة من تغطية مستحققاتها، مما قد يعرض المؤسسة إلى الإفلاس والتصفية من قبل المقرضين؛

✓ العلاقة بين الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس علاقة طردية، فزيادة درجة الرفع المالي تؤدي إلى زيادة المخاطر، لأن ذلك يرفع ويزيد من ضغوطات المؤسسة، فهي ملزمة بدفع الفوائد والأقساط في تواريخها المحددة بغض النظر عن موقعها النقدي، الأمر الذي يؤدي إلى خلق اضطرابات مالية لها تكلفة تفوق المزايا المحققة من الاقتراض .

4.2 دراسة تحليلية إحصائية لتطور متغيرات الدراسة

تتغير متغيرات الدراسة من فترة إلى أخرى نتيجة لتغير الظروف المحيطة والمؤثرة على مؤسسة الدراسة، حيث يتم تتبع تغير المتغيرات المستقلة والتابعة في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر خلال الفترة (2010-2020)، والشكل رقم (01) يوضح تطور مختلف المتغيرات المعبرة عن هيكل المالي ومخاطر الإفلاس خلال فترة الدراسة.

الشكل (01): تطور متغيرا الدراسة في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة (2010-2020)



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات Eviews10.

ومن خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن:

✓ نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات DTA: عرفت تذبذبات ما بين الارتفاع والانخفاض طيلة فترة الدراسة حيث تجاوزت النسبة المعيارية (المقدرة بـ 60%)، وقد كانت DTA خلال فترة الدراسة في حدود (73.21% - 83.11%) مما يدل على مواجهة المؤسسة لمخاطر مالية عالية، بالإضافة إلى فقدانها لاستقلاليتها المالية وثقل هيكلها المالي بمصادر تمويل ذات التكلفة الثابتة

(ديون)، مما يتوجب على المؤسسة إعادة النظر لهذه النسبة كونها مؤشر مهم والعمل على تحسينها؛

✓ نسبة الديون إلى حقوق الملكية DTR: وتعتبر أفضل مؤشر للوضعية المالية للمؤسسة وهيكلها المالي على المدى الطويل، حيث نجد أن مؤسسة مطاحن عمر بن عمر خلال الفترة الممتدة ما بين 2010 إلى غاية 2020 سجلت قيم كبيرة ومتذبذبة فاقت بمجمليها النسبة المعيارية المقدرة بالواحد، وقد كانت على التوالي (2.73، 3.16، 4.55، 4.82، 4.95، 4.88، 4.57، 4.78، 3.66، 3.18)، ومنه نستخلص أن DTR لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر جد مرتفعة وهو مؤشر غير جيد يدل على تعرض المؤسسة لمخاطر مالية بشكل كبير لكون هيكلها المالي مثقل بالديون، مما يؤدي لفقدان المؤسسة لتحررها المالي ويضعف ضمان الدائنين في تحصيل ديونهم؛

✓ مخاطر الإفلاس RB: يعكس خطر الإفلاس المقاس بأسلوب البروبيت احتمال الإفلاس الذي تتعرض له مؤسسة مطاحن عمر بن عمر خلال فترة الدراسة، ومن خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن خطر الإفلاس قد عرف تذبذبا طيلة فترة الدراسة، وقد سجلت المؤسسة ادني قيمة سنة 2010 لتصل إلى 10% لترتفع خلال الفترة (2011-2018) لتستقر في حدود (28-38) % نظرا للتذبذب الحاصل على مستوى نتائج المؤسسة ومردودها من جهة، وتراجع سيولتها وقدرتها على سداد التزاماتها انطلاق من تدفقها التشغيلي من جهة أخرى. لعيد خطر الإفلاس انخفاض مجددا ليستقر في حدود 19 % سنة 2020 بسبب تراجع اعتماد المؤسسة على الديون، وتدارك الإدارة لمخطر الإفلاس وعمل على تجنبه؛

✓ نسبة ديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات FCT: تعتبر هذه النسبة أفضل مؤشر لوضعية السياسة المالية للمؤسسة على المدى القصير، حيث نجد أن مؤسسة مطاحن عمر بن عمر خلال الفترة الممتدة ما بين 2010 إلى غاية 2020 سجلت قيم كبيرة ومتذبذبة في حدود (57-72) %، ومنه نستخلص أن نسبة FCT لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر جد مرتفعة مما يدل على احتمال تعرض المؤسسة للمخاطر بشكل كبير؛

✓ نسبة ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات FLT: وقد عرفت هي الأخرى تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض طيلة فترة الدراسة لتستقر في المجال (0-22) %، ويرجع هذا التذبذب إلى التوليفة التمويلية المعتمدة من طرف مؤسسة مطاحن عمر بن عمر عند تشكيل هيكلها المالي، وكذا حجم الاستثمارات المنفذة من طرف المؤسسة خلال فترة الدراسة.

3. اختبار الإستقرارية لمتغيرات الدراسة (Unit Root Test)

من أجل تحديد أثر المتغير المفسر على المتغير التابع لا بد من تحديد مدى استقرارية السلاسل وفقاً لاختبار ADF، والجدول رقم 02 يوضح نتائج الاختبار.

الجدول (02): نتائج اختبار جذر الوحدة لإستقرارية السلاسل حسب اختبار (ADF)

اختبار ADF						
المتغير	اختبار المستوى بقطاع	اختبار الفروق الأولى بقطاع	اختبار الفروق الثانية بقطاع	اختبار الفروق الثانية بقطاع	اختبار الفروق الأولى بقطاع	درجة التكامل $I(D)$
FCT	0.2101	0.3725	0.1547	0.3823	0.0001	0.0000
FLT	0.0016	0.0012	/	/	/	/
RB	0.0557	0.2084	0.5113	0.8948	0.0000	0.0000
DTA	0.6478	0.6957	0.4279	0.7776	0.0027	0.0068
DTR	0.6478	0.6957	0.4279	0.7776	0.0027	0.0068

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews 10.

من خلال الجدول نلاحظ أن سلسلة نسبة القروض إلى حقوق الملكية DTR وسلسلة ديون طويلة الأجل لإجمالي الموجودات FLT مستقرة في المستوى سواء بقطاع أو بقطاع واتجاه عام (القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر من القيم الجدولية)، كما نلاحظ من خلال الجدول أن بقية السلاسل غير مستقرة في المستوى وفي الفروق الأولى (سواء بقطاع أو بقطاع واتجاه عام) حيث أن (القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم الجدولية بالقيمة المطلقة) بالنسبة لاختبار ADF، إلا أن السلاسل استقرت في الفروق الثانية سواء بقطاع أو بقطاع واتجاه عام إذن السلاسل مستقرة ومتكاملة في المستوى والفروق الثانية $I(0)$ و $I(2)$.

4. معاينة نموذج الدراسة

1.4 اختبار عدد مدد التباطؤ الزمني لنموذج VAR (Selection Tho Lag Length)

لإعتماد نموذج الانحدار الذاتي (VAR) فإنه أولاً يجب تحديد العدد الأمثل لمدد التباطؤ الزمني وذلك من خلال المعايير الإحصائية التالية: (معياري أكايك AIC، معيار شيوارتز SIC، معيار هانن كون HQ، حيث يتم اختيار أقل قيمة لكل معيار والتي يقابلها التباطؤ الزمني الأمثل والجدول رقم 04 يلخص النتائج.

الجدول رقم (04): درجة التأخر المعتمدة في نموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: DDRB DDFCT DDDTR DDDTA FLT						
Exogenous variables: C						
Date: 07/24/22 Time: 18:42						
Sample: 2010Q1 2020Q4						
Included observations: 39						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-342.7099	NA	38.16604	17.83128	18.04455	17.90780
1	-296.4753	78.24303	13.00395	16.74233	18.02199	17.20146
2	-272.4235	34.53595	14.58720	16.79095	19.13700	17.63269
3	-149.1939	145.3478*	0.113130*	11.75353*	15.16597*	12.97789*

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews 10.

حسب عدد المشاهدات الـ 39 في دراستنا ومن الجدول أعلاه نأخذ درجة التأخر والتي تقابل أصغر قيمة في كل مقياس (HQ, SC, AIC, FPE) والتي توافق 3.

2.4 معايرة نموذج VAR (Vector Auto Regression) للمتغيرات المعتمدة في الدراسة

من خلال نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR يعتمد كل متغير على القيم السابقة له والقيم السابقة للمتغيرات الأخرى وفقاً لفترات التباطؤ المحددة بـ 3 فالمعادلة الموالية توضح نتائج الاختبار للنموذج.

$$\begin{aligned} \text{DDR}B = & -0.7489 \cdot \text{DDR}B(-1) - 0.8508 \cdot \text{DDR}B(-2) - 0.6790 \cdot \text{DDR}B(-3) - 0.0804 \cdot \text{DDFCT}(-1) - \\ & 0.1955 \cdot \text{DDFCT}(-2) - 0.2670 \cdot \text{DDFCT}(-3) + 4.2389 \cdot \text{DDDTR}(-1) + 9.1577 \cdot \text{DDDTR}(-2) + \\ & 10.1039 \cdot \text{DDDTR}(-3) - 0.2870 \cdot \text{DDDTA}(-1) - 0.4254 \cdot \text{DDDTA}(-2) - 0.4714 \cdot \text{DDDTA}(-3) + 0.2188 \cdot \text{FLT}(-1) - \\ & 0.0790 \cdot \text{FLT}(-2) + 0.1934 \cdot \text{FLT}(-3) - 0.6233 \end{aligned}$$

$$N = 39 \quad R = 0.950964 \quad F = 29.73594$$

من خلال المعادلة أعلاه نلاحظ أن:

✓ المتغير التابع (مخاطر الإفلاس) يعرف من خلال المعادلة بثابت وثلاث تأخيرات وكذلك بالنسبة للمتغيرات المستقلة (نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات، نسبة القروض إلى حقوق الملكية، ديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات وديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات) أي أن

المتغير التابع في السنة t يعرف ويتأثر بالمتغير التابع والمتغيرات المستقلة خلال ثلاث سنوات سابقة ($t-1, t-2, t-3$):

✓ قيمة الثابت سالبة ويمثل قيمة المتغير التابع في غياب المتغيرات المستقلة، وهو مرفوض اقتصاديا؛

✓ هناك علاقة عكسية بين المتغير التابع وقيمتها المؤخرة الأولى، الثانية والثالثة (إشارة سالبة) ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع مخاطر الإفلاس لسنة ما فيتوقع أن يتراجع هذا الارتفاع في ثلاث سنوات المقبلة، وأن انخفاض مخاطر الإفلاس لسنة ما فيتوقع أن يتراجع هذا الانخفاض في ثلاث سنوات مقبلة، ويرجع هذا التغير إلى توجهات النشاط الاقتصادي للشركة خلال الدورات الاقتصادية المتكررة والمتعاقبة (سنوات من الرواج الاقتصادي تتبعها سنوات من الانكماش في النشاط الاقتصادي) إضافة إلى السياسات المتبعة من طرف المؤسسة لتقليل وتجنب الإفلاس، وهو مقبول اقتصاديا؛

✓ هناك علاقة عكسية بين مخاطر الإفلاس والديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات بالنسبة للتأخيرات الثلاث (إشارة سالبة)، ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع قيمة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه تراجع في مخاطر الإفلاس في السنوات الأولى والثانية والثالثة، وأن انخفاض الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الموجودات لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه ارتفاع في مخاطر الإفلاس في السنوات الثلاث. أي التأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع يظهر على طول الفترة، ويرجع هذا التغير إلى أن مؤسسة عمر بن عمر لا تتوسع في استخدام الديون قصيرة الأجل من أجل تمويل استخداماتها بشكل أساسي، وإنما لسد العجز المؤقت على مستوى خزintها نظرا لمراعاتها لتوازن هيكلها المالي، كما أن مؤسسة عمر بن عمر تتمتع بسبب سيولة قصيرة الأجل مقبولة في أغلب فترة الدراسة، مما يدل على أنها تستخدم ديونها قصيرة الأجل كحل جزئي لمعالجة مخاطر الإفلاس التي تواجهها ؛

✓ هناك علاقة طردية بين مخاطر الإفلاس ونسبة القروض إلى حقوق الملكية بالنسبة للتأخيرات الثلاث والثاني (إشارة موجبة)، ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع نسبة القروض إلى حقوق الملكية لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه ارتفاع في مخاطر الإفلاس في السنوات الأولى والثانية والثالثة، وأن انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه ارتفاع في مخاطر الإفلاس في السنوات الثلاث. أي التأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع يظهر على طول الفترة، ويمكن تفسير هذا التغير بالزيادة المستمرة في حقوق الملكية وما يقابلها من التذبذبات الحاصلة في كل من المردودية الاقتصادية، النتيجة الصافية ونسبة الاستدانة المعتمدة من

طرف المؤسسة من جهة، واتجاه إدارة المؤسسة إلى زيادة معدل الديون لسد عجز السيولة المطلوبة للتشغيل نتيجة زيادة المطلوبات قصيرة الأجل وذلك للمحافظة على ثروة الملاك، وعدم تمكنها من توظيف الأموال المتحصل عليها في اقتناء أصول تحقق أرباحاً مما يؤثر بشكل عكسي على المردودية المالية من جهة أخرى، بالإضافة لمدى فعالية الإدارة المالية للمؤسسة بتسيير الفعال لاستثمارات والتزامات المؤسسة والمخاطر المحيطة بها بصورة عامة والمخاطر الإفلاس بصورة خاصة؛

✓ هناك علاقة عكسية بين مخاطر الإفلاس ونسبة القروض إلى إجمالي الموجودات بالنسبة للتأخيرات الثلاث (إشارة سالبة)، ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه تراجع في مخاطر الإفلاس في السنوات الأولى والثانية والثالثة، وأن انخفاض نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه ارتفاع في مخاطر الإفلاس في السنوات الثلاث. أي التأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع يظهر على طول الفترة، ويرجع هذا التغير إلى أنه في حالة إفراط المؤسسة بشكل نسبي في الاعتماد على مصادر التمويل خارجية عند تشكيل هيكلها المالية لتمويل دورة استغلالها والقيام بالاستثمارات إضافية قدي يؤثر سلباً على مردوديتها وسيولتها، نظراً لتحمل المؤسسة أعباء إضافية وعدم نجاعة إدارة المؤسسة في تحقيق عائد مرضي عن استثماراتها ودورة نشاطها. أو في وصل الظروف التي لا تسمح للمؤسسة بالحصول على أموال خاصة بالمعدل الموجود في السوق، ولا يكون من السهل عليها الحصول على أموال جديدة لعدم قدرتها على تحقيق عوائد، وعليها إذا البحث عن مصدر للاقتراض لضمان استمرارية نشاطها، إلا أن رجوع المؤسسة محل الدراسة إلى التمويل الخارجي يترتب عنه على العموم مصاريف مالية إضافية، حيث يمكن أن تعرض المؤسسة لمشاكل سيولة في حالة عوائد الاستغلال لا تستطيع تغطية مجموع نفقاتها، الأمر الذي يستدعي من مؤسسة مطاحن عمر بن عمر على تعديل هيكلها المالي ليتوافق مع كل من احتياجاتها أهدافها لضمان الاستمرار السلس لعملياتها، فعند مواجهة مؤسسة مطاحن عمر بن عمر خلال فترة الدراسة لمشاكل على مستوى تدفقاتها النقدية فأنها تعمل على تدارك الخطأ وتعديله بشكل يسمح لها بتجنب وتقليل مخاطر الإفلاس؛

✓ هناك علاقة طردية بين مخاطر الإفلاس والديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات بالنسبة للتأخيرات: (الأول والثالث) (إشارة موجبة)، ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه ارتفاع في مخاطر الإفلاس في السنتين الأولى

والثالثة، ونفسر ذلك بتحقيق المؤسسة لقيم اقتصادية مضافة منخفضة في ظل تحملها لتكاليف مالية مرتفعة مما يؤثر بشكل سلبي على مردوديتها، مما يترتب عن ذلك انخفاض في مصدر التمويل الذاتي المتاح لتمويل استثمارات جديدة، فانتهاج المؤسسة لاساسة التوسع في استثمارات الجديدة يؤدي لانخفاض السيولة النقدية واضطرار المؤسسة إلى زيادة الاستدانة الخارجية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض سيولة المؤسسة عن مستوى التزاماتها وانخفاض ملاءتها، وارتفاع مخاطر إفلاسها. كما أن هناك علاقة عكسية بين المتغيرين فغي حالة انخفاض الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول لسنة ما فيتوقع أن يصاحبه ارتفاع في مخاطر الإفلاس في السنة الثانية. أي التأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع يظهر على طول الفترة ويتذبذب بين طردي وعكسي، ويرجع هذا التغير إلى المدى كفاءة إدارة المؤسسة في تشكيل هيكل مالي يسمح لها بتحقيق أهدافها الاقتصادية وضمان استمرارية فعالية الجهاز الإنتاجي من جهة، وتحقيق مردودية وسيولة كافية لمواجهة مختلف التزاماتها المطلوبة من جهة أخرى، بالإضافة إلى تحقيق العائد المطلوب من الأموال المستثمرة؛

✓ ومن الناحية الإحصائية الكلية نلاحظ أن قيمة معامل التحديد (95.1%) هي قيمة موجبة مرتفعة تقترب من 1، وهو ما يفسر شدة العلاقة بين المتغير التابع (مخاطر الإفلاس) والمتغيرات المفسرة (الهيكل المالي) والباقي يعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، كما أن قيمة فيشر المحسوبة للنموذج (29.73) أكبر من قيمتها الجدولية، مما يعني أن للنموذج ككل معنوية إحصائية.

3.4 تحليل التباين لنموذج لأثر تغير الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس

يوضح تحليل التباين العلاقة بين المتغيرات وتأثير كل منها على بعضها البعض، من خلال تحديد مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير والجدول رقم 05 يوضح تحليل التباين لنموذج اثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

الجدول رقم (05): تحليل التباين لنموذج لأثر تغير الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس

Period	S.E.	DDRB	DDFCT	DDTTR	DDDTA	FLT
1	0.942646	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.337326	90.09151	0.259215	2.271669	1.032420	6.345186
3	1.373802	86.90612	0.419607	4.102562	1.010714	7.560994
4	1.396701	84.35010	0.777435	4.112331	1.127037	9.633097
5	1.777704	56.78103	24.76486	10.46332	2.031127	5.959661
6	1.989229	46.59698	31.51981	11.60440	4.367319	5.911488
7	2.013494	46.17424	31.62605	11.69913	4.263162	6.237419

أثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في المؤسسة الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية لمؤسسة مطاحن
عمر بن عمر للفترة (2010-2020)

6.336737	4.382313	11.51326	32.13878	45.62890	2.042558	8
5.768492	5.061374	10.58638	37.61965	40.96411	2.158222	9
5.761880	7.406210	10.00670	38.76738	38.05783	2.239647	10

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

من خلال الجدول نلاحظ أن أثر المتغيرات المستقلة يكون معدوماً في الفترة الأولى في تأثيره على مخاطر الإفلاس، ليأخذ تأثير المتغيرات المستقلة في الارتفاع تدريجياً في بقية السنوات، حيث نلاحظ أن التأثير يكاد يكون ضعيف في أربع سنوات الأولى على خطر الإفلاس، إلا أنه أخذ يرتفع بقوة في بقية السنوات الست الأخيرة خاصة بالنسبة للديون قصيرة الأجل إلى مجموع الأصول التي بلغت أقصى قيمة لها في السنة العاشرة بـ 38.77 بالمائة، وكذلك نسبة القروض إلى حقوق الملكية التي قفزت بصورة متسارعة بداية من السنة الخامسة لتتطور بشكل متذبذب بين الزيادة والنقصان حيث بلغت أقصاها في السنة السابعة بنسبة 11.70 بالمائة، أما نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات فقد أخذت في الارتفاع تدريجياً وبنسب قليلة حيث بلغت أقصاها في آخر الفترة بـ 7.41 بالمائة، ونفس الملاحظة بالنسبة للديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، وعليه فتأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع كانت ضعيفة في المدى القصير وقوية وسريعة على المدى المتوسط والطويل.

5. اختبار السببية لغرانجر (Granger Causality Test)

تعني العلاقة السببية في الاقتصاد قدرة أحد المتغيرات على التنبؤ (تسبب في) في متغير آخر، حيث اقترح Granger 1969 معياراً لتحديد العلاقة السببية بين متغيرين التي تركز على العلاقة الديناميكية بين السلاسل الزمنية ويركز هذا الاختبار على العلاقة المباشرة بين المتغيرات واتجاهها، وقد يكون اتجاه السببية في اتجاه واحد أو متبادل أو ليس هناك علاقة سببية. والجدول رقم يوضح نتائج اختبار السببية لغرانجر لمتغيرات الدراسة.

الجدول رقم (03): نتائج اختبار سببية غرانجر بين متغيرات الدراسة

Pairwise Granger Causality Tests Date: 07/24/22 Time: 18:25 Sample: 2010Q1 2020Q4 Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DDFCT does not Granger Cause DDRB	40	0.08892	0.9151
DDRБ does not Granger Cause DDFCT		0.00034	0.9997
DDDTTR does not Granger Cause DDRB	40	0.05506	0.9465
DDRБ does not Granger Cause DDDTTR		0.00418	0.9958
DDDTA does not Granger Cause DDRB	40	0.08294	0.9206
DDRБ does not Granger Cause DDDTA		0.02110	0.9791
FLT does not Granger Cause DDRB	40	0.32012	0.7282
DDRБ does not Granger Cause FLT		1.86289	0.1703

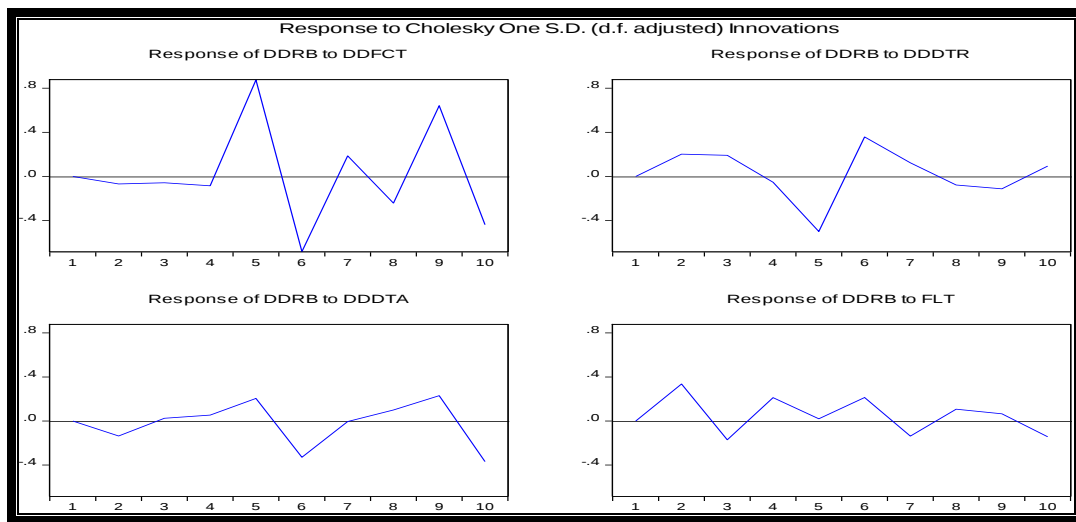
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برمجية EViews10.

من خلال الجدول نلاحظ أن كل القيم الاحتمالية أكبر من مستويات المعنوية الثلاث وبالتالي نقبل فرضية العدم التي تنص على أن لا وجود لعلاقات سببية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في الاتجاهين، وبالتالي فسببية غرانجر لا تعمل في أي اتجاه.

6. أثر الصدمات ودوال الاستجابة الدافعية

إن حدوث صدمة في إحدى المتغيرات يحدث أثر في باقي المتغيرات الأخرى، وبما أن موضوع دراستنا هو مخاطر الإفلاس والهيكل المالي فإننا سنبحث حول أثر حدوث صدمات منفردة في المتغير الخارجي وأثارها على المتغير الداخلي المتمثل في مخاطر الإفلاس في مؤسسة عمر بن عمر، بمعنى آخر مدى استجابة مخاطر الإفلاس في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للصدمات المرتبطة بالمتغيرات المستقلة، والشكل رقم 02 يوضح ذلك.

الشكل رقم (02): استجابة مخاطر الإفلاس لصدمات تنبؤيه للمتغيرات المستقلة خلال عشر سنوات مقبلة



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أنه:

- ✓ أثر صدمة نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات على خطر الإفلاس: إن حدوث صدمة إيجابية بـ 1% في نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات يؤدي إلى استجابة متذبذبة بين الزيادة والنقصان حيث كانت الاستجابة ضعيفة في المدى القصير وقوية في المديين المتوسط والطويل، حيث بلغت الاستجابة أقصى قيمة لها في الفترة 10 بقيمة -0.37%
- ✓ أثر صدمة القروض إلى حقوق الملكية على خطر الإفلاس: إن حدوث صدمة إيجابية بـ 1% في نسبة القروض إلى حقوق الملكية تؤدي إلى استجابة متذبذبة في احتمال الإفلاس

لمؤسسة عمر بن عمر تتراوح بين الزيادة والنقصان على طول الفترة حيث بلغت أقصى قيمة لها في الفترة الخامسة بـ 0.5%.

✓ أثر صدمة الديون قصيرة الأجل إلى مجموع الأصول على خطر الإفلاس: استجابة خطر الإفلاس للصدمة الإيجابية بـ 1% في الديون قصيرة الأجل إلى مجموع الأصول كانت متذبذبة ومتسارعة التطور بين الإيجابي والسلبي خلال فترات العشر للدراسة، حيث كانت الاستجابة ضعيفة في المدى القصير وقوية جدا في المدى المتوسط ومتوسطة في المدى الطويل، حيث بلغت أكبر قيمة لها 0.88% في الفترة الخامسة.

✓ أثر صدمة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول على خطر الإفلاس: إن استجابة المتغير التابع (مخاطر الإفلاس) للصدمة الإيجابية للمتغير المستقل (الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول) كانت متذبذبة ومتوازنة، حيث تتراوح بين التغير في الزيادة ثم النقصان وهكذا على طول فترة الدراسة. حيث بلغت أقصى قيمة لها 0.34% في الفترة الثانية.

IV. الخاتمة

يعكس الهيكل المالي طبيعة الإستراتيجية المالية التي تسمح للمؤسسة بمباشرة شاطها، وتتعد مصادر التمويل المتاحة لتشكيل الهيكل المالي إلا أنه يمكن تلخيصها في مكونين رئيسيين هما: الديون و الأموال الخاصة. فإذا كانت المؤسسة تتبع سياسة تمويلية تعتمد أساسا على الاقتراض، فإن ذلك قد يؤدي إلى فشلها، فعندما تكون نسبة المديونية مرتفعة ويحدث انخفاض في الأرباح قبل الفائدة والضريبة الفعلية عما كان متوقعا، فإن هناك احتمالا كبيرا بأن لا تتمكن المؤسسة من تغطية التزاماتها العالية الثابتة، أي الفائدة على الدين ودفعات تسديد القروض، مما قد يعرضها لمخاطر للإفلاس، ويكون ذلك أكثر احتمالا إذا كانت الأموال المستمدة من القروض قد استعملت لتمويل استثمارات طويلة الأجل التي لا يمكن استعادة تكاليفها إلا على المدى البعيد، أي تنتج مخاطر الإفلاس عادة عندما لا تستطيع المؤسسة تسديد قيمة القروض في تاريخ استحقاقها، ففي هذه الحالة يحق للمقرضين اتخاذ إجراءات قانونية لاسترجاع أموالهم قد تؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة عند تفاقم الوضع.

1. نتائج البحث: توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج الآتية:

✓ توسع مؤسسة مطاحن عمر بن عمر في استخدام مصادر التمويل الخارجية أدت في معظم فترة الدراسة إلى زيادة المخاطر بصفة عامة، لأن ذلك يرفع من ضغوطات التي تقع على عاتق

المؤسسة، فهي ملزمة بدفع الفوائد والأقساط في تواريخها المحددة بغض النظر عن موقعها النقدي؛

✓ لجوء مؤسسة مطاحن عمر بن عمر إلى الاقتراض عند تشكيل هيكلها المالي بنسب كبيرة خلال سنوات الدراسة عرضها لمخاطر، خاصة فيما يخص القدرة على سداد فوائد وأقساط القروض عند تواريخ استحقاقها، إذ يترتب على علمها زيادة مخاطر الإفلاس بشكل خاص، وزيادة معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين؛

✓ زيادة معدلات التمويل الخارجي المعتمدة من طرف مؤسسة مطاحن عمر بن عمر عن تشكيل المزيج التمويلي كان لسد عجز السيولة اللازمة للتشغيل أو لتعويض الخسائر في المخزون، وكذا لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل؛

✓ قيام مؤسسة مطاحن عمر بن عمر خلال فترة الدراسة ببعض باستثمارات إضافية أدت لانخفاض السيولة النقدية واضطرابها إلى زيادة الاستدانة الخارجية، الأمر الذي أدى إلى انخفاض سيولة المؤسسة عن مستوى التزاماتها وانخفاض ملاءتها، وتقع بذلك المؤسسة في وضعية خطر الإفلاس حيث لا يمكنها فعل شيء أمام التزاماتها الضرورية؛

✓ إن الاعتماد التمويل الخارجي يترتب عنه مصاريف مالية إضافية حيث يمكن أن تعرض المؤسسة لمشاكل سيولة في حالة عوائد الاستغلال لا تستطيع تغطية مجموع نفقاته؛

✓ لإفراط في استخدام الديون من طرف المؤسسة عمر بن عمر ترتب عليه تكلفة أثرت في مردوديتها من جهة، وفي تحملها لمخاطر إفلاس من جهة أخرى؛

✓ عانت مؤسسة عمر بن عمر في بعض فترات دراسة من عدم كفاءة الإدارة وزيادة الاعتماد على الديون والتوسع غير المدروس والإسراف في استخدام الموارد ناتجة عن عدم التناسب بين رأس المال والقروض مما يعني خلل في الهيكل التمويلي للمنشأة ويؤدي المتراكم ديون المنشأة بصورة تؤثر سلبا على نتائج الأعمال، وظهور مشاكل مالية كبيرة قد تؤدي لفقدان السيولة. ، وبالأخص في ظل الظروف الصعبة التي تعيشها البلاد؛

✓ تم تطبيق نموذج الانحدار الذاتي VAR وفقا لنتائج الاستقرارية، وذلك لدراسة أثر الهيكل المالي على مخاطر الإفلاس في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر؛

✓ وجود 03 فترات إبطاء في نموذج مؤسسة مطاحن عمر بن عمر عند تطبيق نموذج VAR؛

✓ العلاقة بين متغيرات المعبرة عن الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر متغيرة طيلة فترة الدراسة؛

- ✓ هناك علاقة طردية على مدى القصير، المتوسط والطويل بين الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة ديون إلى حقوق الملكية ومخاطر الإفلاس؛
- ✓ العلاقة بين هيكل المالي المعبر عنه: بنسبة الديون لإجمالي الموجودات، نسبة ديون قصيرة الأجل لإجمالي الموجودات ومخاطر الإفلاس في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر عبارة عن عكسية على المدى القصير، المتوسط والطويل؛
- ✓ تربط بين هيكل المالي المقاس بنسبة ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات ومخاطر الإفلاس علاقة طردية على المدى القصير والطويل وعلاقة عكسية على المدى الطويل؛
- ✓ تشكيلة الهيكل المالي المعتمدة من طرف مؤسسة مطاحن عمر بن عمر إلى أدت إلى تذبذب في نسبة التغير في مخاطر الإفلاس خلال فترة الدراسة، فكان له أثر بالزيادة في سنوات وأثر بالنقصان في سنوات أخرى مما يدل على لوجود متغيرات وعوامل أخرى لها تأثير غير مباشر على مخاطر الإفلاس.

2. مقترحات البحث: ونلخصها فيما يلي:

- ✓ ضرورة تفعيل دور وظيفة إدارة المخاطر المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر لتساعدها في مواجهة المخاطر المحيطة بها والتي أصبحت متعددة وكبيرة للمحافظة على صحتها المالية؛
- ✓ الاهتمام بالمرونة التمويلية في المؤسسة حتى تتمكن من إجراء التعديلات على الهيكل المالي تبعاً لاحتياجاتها، وهذا لمواكبة التطورات والتوسعات المستقبلية من جهة وكذا مواجهة التغيرات البيئية التي لا تستطيع السيطرة عليها والتحكم فيها من جهة أخرى.
- ✓ ضرورة الوعي التمويلي والخبرة بأساليب التمويل الحديثة، وتنشيط دورات الاستغلالية لتحقيق الملاءة المالية التشغيلية بطريقة تمكنها من تغطية كافة التزاماتها من خلال تسليط الضوء على سيولة المؤسسة وربحياتها.

V. قائمة المراجع

- ❖ cooper dale, grey stephen, raymond geoffrey and phik walker: Project risk management guidelines, john and wiley sons, uk, 2005 .
- ❖ erik banks : the simple rules of risk: revisiting the art of financial risk management, john and wiley sons, UK , 2002.
- ❖ harold bierman JR: the capital structure decision, kluwer academic publisher, usa, 2003 .
- ❖ karen A horcher : essential of financial risk managemant, usa, john and wiley sons, 2005.
- ❖ إبراهيم الجزراوي، و حمزة الشيعي: الإدارة المالية الحديثة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1998.

- ❖ أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
- ❖ إلياس بن ساسي، ويوسف قريشي: التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
- ❖ حسين عطا غنيم: دراسات في التمويل (التحليل المالي ودراسات في صافي رأس مال العامل أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية)، المكتبة الأكاديمية للنشر والتوزيع مصر، 2005.
- ❖ حمزة محمود الزبيدي: التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل المالي، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- ❖ خالد زبدة: التنبؤ بالفشل المالي باستخدام المؤشرات المالية "دراسة تطبيقية على قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، 07 (01)، 2021.
- ❖ دلال محمد إبراهيم محمد: التأثير المشترك للتعثر المالي والتجنب الضريبي وعوائد الأسهم: دراسة اختبارية على الشركات دولية النشاط المسجلة في البورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، 02 (02)، 2021.
- ❖ سمير محمد عبد العزيز: اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي: مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 2006.
- ❖ عاطف وليم اندراوس: التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- ❖ عبد الغفار الحنفي، ورسمية زكي قرياقص: أساسيات الإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2004.
- ❖ عدنان تايه النعيمي، و ارشد فؤاد التميمي: الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- ❖ عزالدين عطية: تقييم المخاطر غير النظامية في المؤسسة الصناعية-دراسة حالة مؤسسة منتجم الفوسفات جبل العنق خلال الفترة (2005-2012)، أطروحة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة عمارثلجي بالأغواط، الجزائر، 2015.
- ❖ فريد ويستون بوجين برجام: التمويل الإداري (عبد الرحمن دعالة، و عبد الفتاح السيد النعماني بيلة، المترجمون)، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 1992.
- ❖ محمد بوشوشة: تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي على للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة ضمن متطلبات نيل شتةدة الدكتوراه في علوم الاقتصادية، جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر، 2016.
- ❖ محمد علي إبراهيم العامري: الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- ❖ مليكة زغيب. (2009). علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية -دراسة نظرية تحليلية-. مجلة العلوم الانسانية ، 20 (2).
- ❖ منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية (مدخل تحليل معاصر)، مكتب العربي الحديث، مصر، 2000.
- ❖ منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003.
- ❖ نبيلة سهايلية، و جبار بولكنثير: عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، 3 (1)، 2017.
- ❖ وحيد محمود رمو، و سيف عبد الرزاق محمد الوتار: استخدام أساليب التحليل المالي في التنبؤ بفشل الأوراق المالية شركات المساهمة-دراسة عينة من الشركات المساهمة الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، 32 (100)، 2010.