

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

Financial securitization as a tool to hedge against the risks of financial insolvency for business companies- a case study

أ.م.د. رافعة إبراهيم عبد الله الحمداني
جامعة الموصل / كلية الادارة والاقتصاد

رقم التصنيف الدولي ISSN 2709-2852

تاريخ قبول النشر: ٢٠٢١/٨/٣١

تاريخ استلام البحث : ٢٠٢١/٨/٣

المستخلص

يهدف البحث الوصول لإمكانية تبني عمليات التوريق في الحد من المخاطر المالية التي قد تواجهها شركات الاعمال ومن بينها مخاطر الاعسار المالي اذ أصبحت خطراً يهدد الكثير من الشركات ويضعف هيكلها المالي ما قد يهددها بالفشل المالي ومن ثم التصفية واشهار افلاسها وبالمقابل برز في الآونة اخيرة استراتيجيات حديثة اخذ بعض الكتاب والباحثين في تناولها بطروحاتهم الفلسفية والفكرية والمتمثلة بأدوات الهندسة المالية ومنها المشتقات والتي تظم ادوات مالية متعددة ومن بين تلك الادوات ما يعرف بالتوريق المالي الذي يشير الى امكانية الحصول على تمويل جديد عن طريق تحويل ديون الشركات وموجوداتها الرائدة الى صورة اوراق مالية او سندات بغرض الحصول على مصادر تمويل حديثة مشتقة من اصولها الحقيقية بالشكل الذي يحسن من نتائج اعمالها ومن ذلك جاء بحثنا ليلسط الضوء على مدى امكانية استخدام عمليات التوريق المالي .للحد من مخاطر الاعسار المالي فتم تطبيق ذلك على احد الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية والعاملة ضمن القطاع الصناعي والمتمثلة بشركة الصناعات الالكترونية والتي تشير كشوفاتها المالية الى تدني اداءها المالي . ولقد تم استخدام نموذج Kah & Tans لغرض قياس مدى تعرض الشركة لمخاطر الاعسار المالي ومن ثم تم استخدام اسلوب السيناريو في تطبيق عملية التوريق المالي للشركة واعادة فحصها من جديد في مدى تعرضها لمخاطر الاعسار المالي بعد عملية التوريق فكانت نتيجة الفحص انخفاض درجة مخاطر الاعسار المالي بعد عملية التوريق المالي الذي تم لشركة الصناعات الإلكترونية ما يشير ذلك الى امكانية استخدام التوريق كأداة للحد من مخاطر العسر المالي

الكلمات المفتاحية: المخاطر المالية ، مخاطر الاعسار المالي ،

التوريق المالي ، مقاييس الاعسار المالي ، نموذج Kah & Tans



مجلة العلوم المالية والمحاسبية
العدد الثالث / ايلول ٢٠٢١
الصفحات ١٢٣ - ١٥٤

Abstract:

The research aims to reach the possibility of adopting securitization operations in reducing the financial risks that business companies may face, including the risks of financial insolvency, as it has become a threat to many companies and weakens their financial structures, which may threaten them with financial failure and then liquidation and declaration of bankruptcy. Some writers and researchers address it with their philosophical and intellectual propositions represented by the tools of financial engineering, including derivatives, which organize multiple financial instruments. Modern sources of financing derived from its real assets in a way that improves the results of its business, and from this our research came to shed light on the possibility of using financial securitization operations to reduce the risks of financial insolvency. Electronic industries, whose financial statements indicate a low financial performance. The Kah & Tans model was used for the purpose of measuring the company's exposure to the risks of financial insolvency, and then the scenario method was used to apply the company's securitization process and re-examined it again in the extent of its exposure to the risks of financial insolvency after the securitization process. The financial securitization that was done for the Electronic Industries Company, which indicates the possibility of using securitization as a tool to reduce the risks of financial hardship

Key words : Financial risk, risk of insolvency, Securitization, measures of insolvency, Kah & Tans model

المقدمة :

قد تواجه الكثير من شركات الأعمال تحديات ومعضلات مالية ما قد ينتج عنها إشهار إفلاسها وتصفيتهما ، ما لم تجد الحلول المناسبة التي تنهضها من جديد .ومن بين تلك المعضلات الإعسار المالي INSOLVENCEY والذي هو احد المخاطر المالية التي تواجهها شركات الأعمال بعامة والمالية بخاصة بالشكل الذي يضعف من هيكلها المالي ما قد يعرضها للفشل المالي فكان لابد من الوقوف لهذا النوع من المخاطر والتعرف على أسبابه وأثاره المالية السلبية ومن ثم إيجاد الحلول المناسبة لمعالجته . ومن جهة أخرى نجد ادوات مالية حديثة أخذت بالظهور في الآونة الأخيرة وتناولها بعض الأكاديميين والكتاب والباحثين في طروحاتهم العلمية والمتمثلة بأدوات الهندسة المالية Financial Engineering والتي أحدثت اثر واضح في التفكير الاستراتيجي لشركات الأعمال لما تقدمه من أدوات مالية جديدة تستخدم لاتجاهات متعددة منها التحوط والمضاربة والاستثمار ، وتعد فلسفة الهندسة المالية، في ادارتها

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

لأدوات خارج الميزانية بالإضافة إلى بنود المركز المالي والكشوفات المالية الأخرى إلا إن الذي يهمننا في بحثنا هو الشق الأول منها المتمثل بالأدوات خارج الميزانية Off-Balance Sheet او ما يعرف بالمشتقات المالية Financial Derivatives والتي تبلورت في العقود الأخيرة وأصبحت واحدة من أبرز نظريات الفكر المالي المعاصر ، والتي أسهمت كثيرا في ترسيخ الأطر العلمية الحديثة لمعالجة التحديات الشركات من جهة والسوق من جهة ثانية ، مما سهل عملية التحوط من مختلف أنواع المخاطر المالية ومن بين تلك المشتقات المالية نجد عمليات التوريق (التسنيد) Securitization والذي يشير إلى إمكانية الحصول على تمويل جديد عن طريق تحويل الديون والقروض الطويلة الاجل خاصة تلك المشكوك في تحصيلها أو المعدومة إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية ومن ذلك يظهر لنا أهمية البحث في تسليط الضوء على المصادر التمويلية الحديثة وما تفرزه من أدوات مالية حديثة والتي من بينها التوريق ، ومدى مساهمته في الحد من المخاطر المالية التي قد تواجهها شركات الإعمال والمتمثلة بمخاطر الإعسار المالي .

المبحث الاول : منهجية البحث

١- مشكلة البحث : تواجه شركات الاعمال مجموعة من المعضلات ما قد يؤثر على نتائج اعمالها فينبغي عليها ان تدرك تلك المعضلات وتجد الحلول المناسبة لها قبل تفاقمها وخروجها عن السيطرة ،ومن بين تلك المعضلات ما يعرف بالمخاطر المالية والتي من بينها الاعسار المالي ، الا انه وفقا للنظريات المالية ولغرض تحقيق المزيد من الارباح قد تتحمل شركات نسبة معينة من تلك المخاطر تماشيا مع العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة ، ولكون شركات الاعمال تعمل في ظل عدم التأكد البيئي فقد تتعرض لخسائر مالية على الرغم من تحملها تلك المخاطر ، ومن ذلك كان لابد لها ان تجد الحلول المناسبة للحد من تلك المخاطر ،ومن ذلك يمكن لنا صياغة المشكلة البحثية في التساؤلات الآتية :-

١-١- ما مدى مخاطر الإعسار المالي التي تواجهها شركات الاعمال .

١-٢- ما هي الأساليب المالية التي يمكن أن تعتمد عليها شركات الاعمال للتحوط من مخاطر الإعسار المالي .

١-٣- هل يمكن استخدام عمليات التوريق كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي .

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

٢-هدف البحث : للبحث اهداف متعددة منها اكاديمية بحثية ومنها عملياتية اتجاه شركات الاعمال ، ومن بين تلك الاهداف :

١-٢- تسليط الضوء على التوجهات الحديثة في نظريات التمويل والتمثلة بأدوات الهندسة المالية وتحديدًا عمليات التوريق المالي كأحد سبل المشتقات المالية المعتمدة في شركات الاعمال والتعرف على مفهومه وانواعه وطريقة تنبيهه .

٢-٢- بث الوعي المالي لدى شركات الاعمال في اهمية ايجاد الحلول المناسبة لمخاطر الاعسار المالي قبل تفاقمها بالشكل الذي يؤول الى الفشل المالي ومن ثم التصفية والافلاس
٢-٣- بحث شركات الاعمال على تبني عمليات التوريق لموجوداتها ومطلوباتها التي تواجه تعثرات في عملية استحصالها او سدادها من قبل الاخرين بالشكل الذي يمكن عدها مصادر حديثة للتمويل بدلا من ان تكون سببا في الوقوع بمشاكل مالية

٣-الفرضيات البحث

من اجل الإجابة على التساؤلات المطروحة في المشكلة البحثية يمكن وضع الافتراضات البحثية الآتية :

- ٣-١-تواجه (عينة البحث) مخاطر مرتفعة في الإعسار المالي
- ٣-٢-يمكن استخدام عمليات التوريق في الحد من مخاطر الإعسار المالي

٤-مجتمع وعينة البحث

لغرض الوقوف إلى مدى صحة الفرضيات البحثية من عدمها تم اختيار الشركات العاملة في القطاع الصناعي والمسجلة في سوق العراق للأوراق المالية كمجتمع بحثي ومن ثم يتم اختيار عينة قصدية تتسم بسمات ومتطلبات خاصة بالشكل الذي يجعلها عينة مناسبة تسمح لنا بالإجراء البحثي ، كضعف ادائها المالي لسنوات سابقة متتالية، وقوع الاختيار على شركة الصناعات الالكترونية والتي تشير كشوفاتها المالية الى انخفاض في صحتها المالية وربما قد تواجه مخاطر مالية من اهمها الاعسار المالي ما يسمح لنا الامر بإجراء عمليات التوريق المالي في مجالها لغرض معرفة امكانية الحد من مخاطر الاعسار التي تواجهها.

٥-الحدود الزمانية للبحث

تم الاعتماد على الفترة الواقعة بين ٢٠١٠-٢٠١٧ كحدود زمانية للبحث.

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

٦- الادوات البحثية :

- تم الاعتماد على مجموعة من الادوات البحثية التالية لغرض انجاز البحث في جانبه العملي :
- ٦-١- مجموعة من النسب المالية التي تعد الاساس في النموذج المالي المستخدم في القياس .
- ٦-٢- استخدام اسلوب الشبكات العصبية للتنبؤ بقدرة الشركة على الاستمرارية خلال فترة البحث اذ تعد قدرة الاستمرارية مرحلة متقدمة في عملية قياس التعرض لمخاطر الاعسار المالي
- ٦-٣- نموذج Kah&Tans كأحد النماذج المالية المستخدمة في قياس احتمالية تعرض شركات الاعمال لمخاطر الاعسار المالي .
- ٦-٤- السيناريو ، وهو احد الاساليب الادارية الحديثة وذلك لغرض اجراء عمليات التوريق على الشركة عينة البحث

٧- **المناظرات البحثية في اثر التوريق على المخاطر المالية :** لا يوجد اتفاق يذكر فيما يتعلق بتأثير التوريق او دوره على منشئيه (اطرافه) والسوق ككل ، على الرغم من المساحة الشاسعة من الأدبيات التي تحاول كشف النقاب عن العلاقات والآليات الأساسية المعقدة والمعتمدة في بعض البلدان . اذ يشير الكتاب والباحثون الذين نظروا في مسألة التوريق ، وخاصة أولئك الذين أجروا دراسات نظرية منهم (ParLOUR et al , (Wagner et al , 2007 , 121-139) , (Krahnen & Wilde, 2009) , (2008 , 1290-1315) ويؤكدون على التأثير السلبي على معايير الإقراض المصرفي واستقرار النظام المالي للبلدان . اذ تم اجراء دراسات التجريبية قام بها كل من (Casu et al , 2003 , 117-158) , (Battaglia et al , 2014 , 85-100) , (Martin & Saurina , 2007 , 23) , (33-49 , 2015 , et al) توصلت إلى أن الشركات التي تنفذ معظم عمليات التوريق هي أيضًا تلك التي تقرض وكلاء (زبائن) أعلى مخاطر ، وتحفظ بالمحافظ الاستثمارية الأكثر خطورة ،، في المقابل ، هناك دراسات تجريبية يبدو أنها تُظهر بان التوريق يقلل من مخاطر الإفلاس ، ويزيد من الربح والسيولة ويحفز المعروض من القروض (Louts kina ,) , (377-393 , 2008 , Jiaugli & Pritsker) وفي دراسات تجريبية اخرى قام بها كل من (Franke & Krahnen , 2006) , (63-84 , 2011) , (Battaglia & (Mijskens et al , 2011 , 1390-13980) , (603-633 , Gallo, 2013, 274-286) , (Lopez et al , 2013 , 205-216) طبقت جميعها في الأسواق الأوروبية والتي قدمت أدلة تظهر أن التوريق يؤثر على ملف مخاطر الجهات المصدرة في فترة ما قبل

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

الأزمة من خلال زيادة مخاطرها المنتظمة، وتشير هذه الدراسات إلى أن الانخفاض في المخاطر الناتجة عن التوريق يقابله استثمارات في أصول جديدة أكثر خطورة. علاوة على ذلك ، فهم يفترضون أن الحد من المخاطر عن طريق التوريق يتم تحديده بشكل أساسي من خلال تقسيم العقد الواحد إلى شرائح . بالإضافة إلى ذلك بحث (Mijskens et al , 2011 , 1390-13980) أيضا ما إذا كانت الزيادة في مخاطر الجهات المصدرة للتوريق ناتجة عن ارتفاع مخاطر نظامية أعلى. وجدوا أن الزيادة في الإصدار التجريبي الجديد ترجع فقط إلى زيادة الارتباط مع السوق (المخاطر النظامية) وقد يكون هناك انخفاض في المخاطر الفردية (لكل جهة اوشركة) وفي دراسات تجريبية أخرى قام بها (Mijskens et al , 2011 , 1390-13980) , (Lopez et al , 2015 , 741-753) , مخاطر الائتمان له أيضا تأثير سلبي على السلامة المالية للجهات المصدرة.. وعلى النقيض من ذلك جاءت الدراسات تجريبية التي قام بها كل من (Deku & Kara , 2016 , 2-16) , (Kara et al , 2016 , 93-110) , ، جاءت بنتائج متناقضة تشير الى ان التوريق يؤدي إلى استقرار النظام المالي لأنه كان من الأسهل على الشركات تنويع وإدارة وتخصيص المخاطر بالشكل الذي يحافظ على سلامتها المالية ما ينعكس إيجابا على اقتصاديات بلدانها ، . وهناك دراسات أخرى بحثت في آثار أزمة ما بعد ٢٠٠٧-٢٠٠٩ على سلوك البنوك والشركات المصدرة في التوريق ، وما إذا كانت هياكل التوريق والتسعير قد غيرت تلك الأزمة . ويشيرون انه من الضروري التحقيق في مدى تأثير التوريق في نقل المخاطر خلال هذه الفترة" (Kara et al , 2016 , 2-16) .

المبحث الثاني : الجانب النظري

١ : التوريق المالي :

١-١ - نشأة وتطور التوريق .

تعود نشأة عمليات التوريق إلى وكالتي إعادة تمويل الرهن العقاري في أمريكا وهما الهيئة الفدرالية القومية للرهنات Federal Home Loan Mortgage Corporation و مؤسسة رهونات القروض الداخلية الفدرالية Federal National Mortgage Association . في نهايات القرن العشرين ، وتبلورة فكرتها الرئيسية في شراء القروض من المصارف من أجل توفير السيولة في سوق الرهن العقاري ، وتلتها أساليب أخرى تبنتها دول أمريكا اللاتينية تمثلت في تحويل ديونها إلى سندات قابلة للتداول وتمكنت بذلك من سداد الديون التي كانت مستحقة عليها مما شجع المستثمرين على التحوط من المخاطر المالية

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

ما دفعهم أكثر بتوجهاتهم الاستثمارية . (جريدان : الشيخ ، ٢٠١٧ ، ٥٢) وتطورت بعد ذلك حجم ونطاق أنشطة التوريق ما يعكس الفوائد والقيمة التي قدمتها على مر التاريخ للنظام المالي والاقتصادي ويات اليوم يعد حاجة ملحة في ظل قيود راس المال والسيولة التي تواجه المؤسسات والأسواق المالية ، إذ إن القدرة الائتمانية والتمويلية التي توفرها عملية التوريق لا يمكن استبدالها بالتمويل المستند على البدائل الأخرى (Richard , 2010 , 62)

١-٢- ما هية التوريق .

شهدت الأسواق المالية تغيرات جوهرية في الأدوات المالية المستخدمة لعمليات التمويل ما كان له الأثر الكبير في التحول من صيغ التمويل التقليدية المتمثلة بالقروض إلى صيغة الأوراق المالية وخاصة الأسهم والسندات ، وبذلك أصبحت القروض من وجهة نظر البعض تمثل مجرد بالتمويلات الجسرية (Bridging Finance) مؤقتة ، ثم تطورت بعد ذلك أساليب أكثر حداثة جاءت مع متطلبات العملية التمويلية وأساليب التحوط من المخاطر المالية والمتمثلة بالمشتقات المالية وأساليبها المتعددة من خيارات ، ومستقبلات ، وعقود آجلة ... وغيرها ، وتعد عمليات التوريق احد تلك الأساليب التمويلية الحديثة والأقل تكلفة ، (الشريف : محمود ، ٢٠١٧ ، ٢٦٤) ، فهي تشير الى عملية تسويق مجموعة من الموجوداتغير السائلة الى اصول سائلة عن طريق بيعها للمستثمرين (Casteiliani , 2018,187-221) ، وهناك من يصفها بصورة اشمل إلى عملية تحويل أصول مالية غير سائلة إلى أوراق مالية ذات ضمانات عينية او مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة وتكون هذه الأوراق قابلة للتداول في الأسواق (Pinto,2019, 104) كما يشار الى عملية التوريق أيضا أداة مالية مستحدثة تفيد بقيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ، و وضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلا للمخاطر وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية (Kovaleva,2018,3) . وتقوم تكنولوجيا التوريق أساسا على الابداعات المستمرة في هيكلة الموجودات، وتبويبها بما يساعد على تقييم أدائها من جهة والتمويل اللاحق من جهة أخرى بهدف تحقيق الأرباح والحد من المخاطر المالية التي قد تؤل في النهاية إلى إشهار الإفلاس (Abibu, 2016, 384)

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال- دراسة حالة

١-٣-:أطراف عملية التوريق

تكون عملية التوريق بين المؤسسات المتنازلة (المصرف) الذي يمثل الطرف الأول وشركة إعادة التمويل الرهني والتي هي مؤسسة التوريق وتمثل الطرف الثاني، إذا لابد ان تكون القروض ممنوحة لأجل تمويل ما قروض محل التوريق كونها قروض طويلة الأجل وتؤدي إلى احتمال التعرض لخطر نقص السيولة لدى المؤسسات المالية والمصرفية وأيضاً تشكل خطر التجميد للأموال (زليخة ، بدون سنة، ١٩)

وفي دراسة أخرى ل (مقلاب ٢٠١٦ ، ٥٦-٧٠) ترى ان اطراف عملية التوريق تأخذ أكثر بعدا وشمولا إذ تضم نوعين أطراف مباشرة وأطراف غير مباشرة في عملية التوريق ،وتمثل بالمؤسسة المتنازلة أو المبادرة بالتوريق أو البادئ بالتوريق والتي ستعد مؤسسة ائتمانية دورها التنازل عن قرضها وديونها كلياً أو جزئياً" للهيئة المكلفة بالتوريق من اجل إعادة تمويل نفسها ،أما الهيئة المكلفة بالتوريق :فيكون دورها شراء القروض المتنازل عنها في المؤسسة المالية المتنازلة وقيامها بإعادة بيعها للمستثمرين في الأوراق المالية مقابل فائدة معينة والتي تدعى بمؤسسة التوريق ،ويعد دور المؤتمن المركزي على السندات في حفظ الأوراق المالية وإدارتها والتعامل عليها لصالح المالك المسجل والمستفيد أما الأطراف غير المباشرة فتتمثل بالمدين أو المقترض الذي يتدخل بصورة غير مباشرة لإتمام عملية التوريق ويستفيد من القرض الذي منحت له المؤسسة ،كما يعد المستثمرون أيضاً أطراف غير مباشرة حيث تقوم بشراء الأوراق المالية التي تصدرها الهيئة المكلفة بالتوريق من اجل الاستثمار فيها ثم يأتي دور وكالات التصنيف الائتماني في مراقبة وتقييم قدرة الأوراق المالية المصدرة للاستثمار فيها (فريدة ، ٢٠١٦ ، ٧٩ - ٨٢) .

وهناك من يقسم اطراف عملية التوريق الى (٧) جهات تتمثل في (Abibu , 2016, 385)

١-٣-١-المنشيء هي الجهة التي تريد توريق اصولها قد تكون شركات اعمال او مصارف وذلك مقابل توفير السيولة لها .

١-٣-٢-المصدر : او شركة التوريق ويطلق عليها الشركات ذات الغرض الخاص (SPV) Special Purpose Vehicle وهي شركة متخصصة فقط لأغراض التوريق اي شراء الديون وتوريقها.

١-٣-٣-المستثمرون : وهم الجهات التي ترغب بشراء عمليات التوريق .

١-٣-٤-الخادم:هي الجهة المسؤولة عن تقديم خدمة ادارة وجمع المدفوعات الرئيسية والفوائد على

١-٣-٥-الوصي : هو الشخص المسؤول عن الاشراف على الادارة السليمة للأوراق المالية والمعالجة الصحيحة لجميع تدفقات الدفع للمستثمرين .

١-٣-٦-الوكالات : وهي الجهات المتخصصة بتصنيف جودة الموجودات والديون و هيكل المعاملة .

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

١-٣-٧-المحاسبين : هو الذي يقدم تقرير التدقيق والبيانات المالية لشركة (SPV)

١-٣-٨-المحامون (القانوني) : وهو الشخص المسؤول في تعبئة المسائل والعقود القانونية .

١-٤- منافع التوريق الاقتصادية

تقوم شركات الاعمال في الأسواق الكفوة والنشيطة بتوريق بعض موجوداتها من اجل الحصول على تمويل بكلفة اقل أو لتحسين نسبة كفاية رأس المال أو من اجل تقليص القروض المستحقة ذات النوعية المتدنية أو لجميع تلك الأسباب ، بذلك يعد التوريق البديل المناسب للشركات إذ يسمح بتدوير جزء من موجوداته السائلة الناجمة عن التوريق والضامنة لديونه لدى الغير دون زيادة مخصص المخاطر في ميزانيته (pinto, 2016, 99)

بالإضافة لذلك هناك مجموعة منافع اقتصادية يوفرها التوريق منها رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها من خلال تحويل الموجودات غير السائلة إلى سائلة وإعادة توظيفها مرة أخرى وذلك يؤدي إلى زيادة حجم الأعمال دون زيادة حق الملكية لمؤسسات الأعمال فضلا عن إنعاش سوق القروض الراكدة وتنشيط السوق الأولية في بعض القطاعات الاقتصادية وسوق المال وتوفير العملات الأجنبية في حالة التوريق عبر الحدود ،كما يسهل التوريق تدفق التمويل لعمليات الائتمان ويقلل من احتمالات تعرض المستثمرين للمخاطر المالية ويساعد التوريق على توفير المزيد من المعلومات في السوق بدوره يساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات (بوطكوك ، ٢٠٠٨ ، ٢٦- ٢٧)

١-٥- :أصناف التوريق

يصنف عمليات التوريق إلى شكلين : (بوزرب وخوالد، ٢٠١٧ ، ٩)

١-٥-١-التوريق وفقا لنوع الضمان : ويضم التوريق بضمان متحصلات آجلة والتوريق بضمان موجودات ثابتة

١-٥-٢-التوريق وفقا لطبيعته : ويضم انتقال الموجودات من خلال البيع الحقيقي مقابل شهادات نقل الملكية لإعادة بيعها وتوزيع التدفقات المالية وفق الحصص المحددة وتعبر عن هذا الهدف الأوراق المالية وكذلك تضم انتقال الموجودات في صورة إدارة مديونية وكفاءة ، وإصدار الأوراق المالية (السندات) وتختلف فيما بينها وفقا لدرجة تصنيفها وسرعة الدفع وإمكانية فصل المدفوعات للموجود عن الفائدة .

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

٦-١- الأركان الأساسية للتوريق :

وتتمثل في وجود علاقة مديونية بين طرفي عملية التوريق ورغبة المؤسسة في التخلص من الديون وتحويلها إلى جهات أخرى وتقوم الجهة المحال إليها القرض بإصدار أوراق مالية (سندات) جديدة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية وتستند الأوراق المالية الجديدة لضمانات عينية أو مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة ، كما انه يوجد مستثمر يرغب في شراء الأوراق المالية (السندات) التي تصدرها المؤسسة المتخصصة ويقوم بتحصيل العائد الذي تدره الأوراق المالية في موعد استحقاق عوائدها (بوطكوك ، ٢٠٠٨ ، ١٥) .

٧-١- أساليب التوريق :

يتم التوريق بثلاثة أساليب وهي : (Shin,2009, 209-330) (بوزرب وخوالد، ٢٠١٧ ، ١٠)

٧-١-١- استبدال الدين :والذي يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات بأخرى ، ويفترض موافقة جميع أطراف القرض على تحويله جزئيا أو كليا إلى ورقة مالية .

٧-١-٢- التنازل : ويتمثل بالتنازل عن الموجودات لصالح الدائن أو المقرض ويستخدم هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع الموجودات أو إيجارها ، إذ يتم الاستمرار في دفع الأقساط عند البيع أو الإيجار الى الممول الأصلي الذي يحولها بدوره إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة حوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق ومقابلها يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين .

٧-١-٣- المشاركة الجزئية : وتكون ببيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلي إلى مؤسسة مالية أو مصرفية متخصصة بشراء الذمم وتمويلها ولا يتحمل البائع للدين أية مسؤولية فيما بعد لو عجز المدين عن السداد ولذلك لابد من التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية من قبل مشتري الدين ولحمائته- يتم الحصول على ضمانات عقارية وحقوق إدارة الدين كوصي عليه

٨-١- فئات التوريق في الاسواق المالية :

تقسم فئات التوريق في الاسواق المالية التي تتعامل بالمشتقات المالية عامة وبالتورق خاصة الى ثلاثة فئات رئيسية : (pinto, 2016, 112)

٨-١-١-الاوراق المالية المدعومة بالموجودات (MBS) و مدعومة برهن عقاري .

٨-١-٢-التزامات الدين المضمونة (CDO) مدعومة بالتزامات الدين.

٨-١-٣-الاوراق المالية المدعومة بالموجودات(ABS) مدعومة بمنتجات مدعومة من المستهلك .

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

٢- الإعسار المالي :

٢-١- ماهية الاعسار المالي

لعل أصعب مراحل الخطر المالي للمؤسسة هو عندما تصل إلى درجة العسر المالي التي تتميز ليس فقط بعدم مقدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها الجارية وإنما خصوصها تتجاوز موجوداتها ، إي إن حقوق المساهمين في الميزانية تصبح سالبة لكونها استهلكت بتسديد الخسائر السابقة ، فهذه الحالة لا تستوجب إيقاف المؤسسة عن مزاوله نشاطها وإشهار إفلاسها طالما إنها مستمرة في تأدية ما عليها من التزامات ، أما من الناحية المالية فيقصد بهذه الحالة العسر المالي أو ضعف الملاءة المالية ، عدم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها وهنا يمكن أن يظهر مفهوم الإعسار المالي (كمال ، ٢٠١٤ ، ٥) والذي يتمثل أو يعرف على انه : الوضع الذي تكون فيه موجودات المؤسسة أو الشركة اكبر من مطلوباتها ، وبالتالي فهناك خطر الوقوع في حالة الإعسار المالي كلما كانت الديون اكبر من قيمة الموجودات ولتقدير درجة الإعسار المالي يتم بتقييم كل عنصر من عناصر المطلوبات والموجودات لتحديد الفرق بينهما (عماري ، ٢٠١٥ ، ٣٩)

٢-٢- مراحل الإعسار المالي:--

يمر الإعسار المالي بمرحلتين هما : (الرفاعي ، ٢٠١٧ ، ٢٢-٢٣)

الأولى : الإعسار المالي الفني : - Insolvency Technical والذي يشير إلى الحالة التي تكون فيها المؤسسة غير قادرة على سداد الالتزامات المترتبة عليها على الرغم من انه إجمالي الموجودات لديها يكون اكبر من إجمالي المطلوبات (كمال ، ٢٠١٤ ، ٥) وهي تمثل مشكلة حادة في السيولة لا يمكن أن تعالج دون اللجوء إلى إعادة هيكلة كبيرة الحجم (الرفاعي ٢٠١٧ ، ٢٢-٢٣).

الثانية : الإعسار المالي الحقيقي : - Insolvency Legal وتعرف تلك الحالة التي تصبح فيها المؤسسة غير قادرة على السداد للالتزامات المترتبة عليها فضلا عن كون إجمالي موجوداتها اقل من إجمالي المطلوبات والذي يعد اشد خطورة من الإعسار المالي الفني (الصاديق ، ٢٠١٧ ، ٣-٤) (كمال ، ٢٠١٤ ، ٥). وذلك يعني إن المؤسسة غير قادرة على ممارسة سياساتها الإستراتيجية الطبيعية أو الاعتيادية في حصوله على السيولة المطلوبة وعندها تحتاج المؤسسة المالية إلى تعديل السياسات وفرض العديد من الإجراءات وبعد اشد خطورة من الإعسار المالي الفني لان جميع موجودات المؤسسة لا تكفي لتغطية التزاماتها (الرفاعي ، ٢٠١٧ ، ٢٢-٢٣) .

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

والبعض يرى إن الإعسار المالي يكون إما الإعسار المالي مؤقت أو إعسار مالي كلي فالإعسار المؤقت : الذي تكون من خلاله المؤسسة المالية غير قادرة على استخدام الطرق العادية في حصولها على التمويل اللازم لكي تستخدمه في سداد التزاماتها المستحقة . أما الإعسار المالي الكلي : تكون فيه المؤسسة في حالة عجز تام عن سداد التزاماتها المستحقة وبالتالي تدخل المؤسسة في حالة الفشل المالي Financial Failure ويتم بذلك التنازل عن أصولها وتسلم قضائياً لإدارتها والذي يؤدي إلى الأمر فيما بعد إلى التصفية والإفلاس ، بالضرورة أن تمر المؤسسة بكلا المرحلتين من الإعسار فقد تعتمد استراتيجيات مالية ناجحة تنهضها من مرحلة الإعسار الفني .(الحمداني ، ٢٠١٩ ، ١٣٥)

ويمكن معالجة مرحلة الإعسار المالي ولكن تأخذ هذه المعالجة فترة طويلة من الزمن ، ومن المعالجات كأجراء تعديل في سياساتها المالية أو التغيير في الإدارة ،أو من خلال إصدار السندات أو أسهم اضافية بمعدل عائد نسبياً" واغلب المؤسسات المالية التي تمر بهذه المرحلة تعالجها إذا اكتشفت الخلل في الوقت المناسب واتخذت الإجراءات المناسبة أما إذا لم تعالج الخلل في الوقت المناسب فتنقل إلى مرحلة الإعسار الكلي أو الفشل الكلي (مطر ، ٢٠١٠ ، ٨٠-٨١) (عماري ، ٢٠١٥ ، ٥٧) ، بذلك فان مرحلة العسر المالي هي احد مراحل الفشل المالي والتي تنتج عن تفاعل الكثير من الأسباب والعوامل عبر عدة مراحل زمنية إلى أن تصل إلى مرحلة عدم القدرة على سداد الالتزامات والحصول على التزامات جديدة . كذلك فقدان التوازن المالي والتشغيلي والنقدي والتي تعد حالة نقص في السيولة ، وإذا لم يتم معالجة حالة المؤسسة المالي في هذه المرحلة فإنها سوف تواجه الحالة الأكثر صعوبة وهي الفشل المالي (الوتار ، ٢٠٠٨ ، ٥١)

ويمكن التمييز بين الإعسار والإفلاس حيث يفترض القانونيون في حالة الإفلاس ثبوت توقف المدين عن الدفع حتى إذا كانت حقوقه تزيد عن مجموع ديونه ، أما في حالة الإعسار فان أموال المدين قد لا تكون كافية للوفاء بديونه المستحقة الأداء (مطر ، ٢٠١٠ ، ٧٨)

٢-٣ أسباب الإعسار المالي

يمكن توضيحه أسباب الإعسار بنوعيه من خلال الآتي : (الصادق ، ٢٠١٧ ، ٢٠) و(الطالب ، ٢٠٠٠ ، ٤٢-٤٤)

- عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات ومواجهتها .
- نقص أو نفاذ في المخزون السلعي .
- اختلاف أو عدم تزامن في مواعيد الوفاء بالالتزامات ومواعيد تدفق النقد .

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

- نقص في السيولة نتيجة الخسائر المتتالية التي قد تواجهها المؤسسة.
- استثمارات المؤسسة المالية لأموالها في الموجودات الثابتة اكبر من استثماراتها في الموجودات المتداولة وما ينجم عنه من صعوبة في تحويلها الى نقد بسرعة وسهولة .
- عدم توازن نمو التزامات المؤسسة المالية وقدرتها في تحقيق النقد من عملياتها المالية .
- عدم كفاءة الإدارة في الجوانب المالية بعدم كفاءة الإدارة المالية وارتفاع المديونية
- التوسع في توزيع الأرباح وتأخر تحصيل الديون
- تدهور السيولة لدى المؤسسة المالية مما يؤدي إلى عدم مقدرتها على السداد للالتزامات المالية المستحقة عليها في موعدها
- ضعف الرقابة وآثارها بارتفاع نسب الاحتيال والتزوير وضعف معدل العائد على الاستثمار
- كما إن الخسائر المتراكمة قد تكون سبب من أسباب الإعسار المالي

٢-٤ - مؤشرات الإعسار المالي:-

ينظر إلى المؤسسة في إنها مستمرة في عملها دون أن يكون لها في المستقبل هدف أو حاجة للتصفية أو التوقف ،أي قدرة المنشأة أو المؤسسة المالية على الاستمرار ويتم التقييم من خلال البيانات المالية ويوجد مؤشرات تساعد على اكتشاف إمكانية الاستمرار في العمل ووقوعها في الإعسار المالي ومن تلك المؤشرات : (مطر ، ٢٠١٠ ، ٧٣-٧٥)

٢-٤-١ - المؤشرات المالية وتتضمن العديد من العوامل منها:/ وجود أرصدة وديون متراكمة لديون لأجال طويلة ودون احتمالية السداد / التدفقات النقدية التشغيلية تكون سالبة من خلال البيانات المالية التاريخية / خسائر تشغيلية كبيرة وانخفاض كبير في قيمة الموجودات المستخدمة لتوليد التدفقات النقدية / عدم المقدرة على السداد للدائنين في تواريخ استحقاقهم / عدم الامتثال لاتفاقيات القروض وإحكامها / نسب مالية غير ايجابية /التغير في معاملات التسديد إلى النقد عند التسليم /صعوبة الحصول على تمويل لتطوير منتج جديد ضروري

٢-٤-٢ - المؤشرات التشغيلية ومؤشرات أخرى منها : خروج المديرين بدون بديل / فقدان مزود رئيسي أو امتياز ترخيص / وجود نقص ومتاعب عمالية ومستلزماتية أو في مصادر التوريد

٢-٤-٣ - مؤشرات أخرى : منها : عدم الامتثال للمتطلبات القانونية ومتطلبات رأس المال / إجراءات قانونية ضد المؤسسة المالية معلقة أو إجراءات قانونية / تغيرات في السياسة الحكومية او التشريعات تؤثر بشكل سلبي على المؤسسة

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

ويرى كل من (كأجيي وقال) وجود مؤشرات و مصادر معلوماتية عديدة تؤثر احتمال مواجهة الإعسار المالي منها :

المصدر الأول : تحليل التدفقات النقدية للفترة الحالية والفترة القادمة ، وتمثل الفائدة من استخدام هذا المصدر للمعلومات بأنه يركز على الإعسار المالي وفكرته مباشرة للفترة موضوع الاهتمام . وتعتمد تقديرات التدفقات النقدية التي يشملها هذا التحليل بشكل كبير الفروض التي يستند عليها إعداد الموازنة

المصدر الثاني : ويتمثل بتحليل إستراتيجية المؤسسة المالية ويتناول التحليل المنافسين المحتملين للمؤسسة المالية وهيكل تكاليفها النسبي ، وتوسع معداتها في المجال (الصناعة) وقدرتها على تجاوز الزيادة في التكاليف وجودة الإدارة .

المصدر الثالث : ويتمثل بتحليل القوائم لمالية للمؤسسة ، والقوائم المالية لمجموعة مقارنة من المؤسسات ويركز هذا التحليل على متغير مالي واحد أو على مجموعة متغيرات .

المصدر الرابع : المتغيرات الخارجية كعوائد الأوراق المالية وتضيف السندات ،وتحتوي هذه المتغيرات على معلومات عن التدفق النقدي المستقبلي واستراتيجية المؤسسة المالية ومعلومات عن قوائمها المالية وكذلك يمكن تنظيم تقاعلا معقدا نسبيا بين البنود المختلفة . (كأجيي وقال ، ٢٠١١ ، ٣٩٢- ٤٩٣)

٢-٥- نماذج التنبؤ بخطر الإعسار المالي:

استخدم الباحثون العديد من الأساليب الإحصائية والرياضية والمالية لبناء نماذج للتنبؤ المالي وأغلبها قد بنيت على معادلة الارتباط correlation والتي تعتمد على مجموعة متغيرات تعطي أوزان نسبية لكل متغير وتختلف تلك المتغيرات حسب كل نموذج و تختلف الأوزان النسبية لكل متغير حسب الحالة المالية للمؤسسة والظروف الاقتصادية . وهناك من استخدم أيضا " نماذج رياضية تعتمد على النسب المالية كمقياس للأداء وتسمى تحليل التمايز Discriminate Analysis والذي يختصر الكثير من المؤشرات في نموذج واحد (غياط ومهري، ٢٠١٥، ١٢)

ولقد زاد الاهتمام بتطوير نماذج رياضية قادرة على التنبؤ المالي لشركات الأعمال وذلك للوصول الى المؤشرات التي يمكن ان تعطينا احتمالية وقوع الخطر المالي للشركات فنجد kah and Tans حاولا خلال عام ١٩٩٩ تطوير نموذج تنبؤي يعمل بأسلوب الشبكات العصبية حيث يعتمد على المعالجة المتوازنة للبيانات بغرض الوصول إلى النتائج الصحيحة والتي تأخذ شكل التحليل التمييزي أو الوغارتمي وقد تأخذ أشكالا أكثر تعقيدا في حل المعادلات المتعددة و تقوم بعمل " الجذر " لاحتساب المجموعات التي تؤدي إلى التنبؤ . وتمثل النموذج من خلال المعادلات الآتية:

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال- دراسة حالة

الوزن = النسبة المالية × الجذر ----- ١

احتمال كل وزن = $1 / (1 + EXP) - (مجموع كل وزن)$ ----- ٢

احتمال الخطر المالي = $1 / (EXP + (المجموع النهائي لاحتمال كل وزن))$ ----- ٣

وتكون النتيجة النهائية للاحتتمالية تقع بين (0-1) وإذا كانت الاحتمالي (0.5) او اقل فان الشركة مهددة لخطر الإعسار . (الجنابي ، ٢٠١٥ ، ٢٠٩)

وفي عام ٢٠٠٢ قامت shirata بتطوير نموذج لقياس المخاطر المالية للشركات والذي على أساسه يمكن التنبؤ بمدى مقدرة الشركات في الاستمرار بأنشطتها من عدمه . إذ اعتمدت shirata في بحثها على عينة من الشركات اليابانية وتظم (10457) شركة معلنة و (30421) شركة غير معلنة وتناولت (72) مؤشرا ماليا ثم خلصت إلى النموذج التالي والمعروف ب (SAF 2002)

$$SAF = 0.0104 X1 + 0.268 X2 + 0.0661X3 + 0.0237 X4 + 0.7077$$

و وفقا لهذا النموذج فان الشركات التي تكون قيمة النموذج لديها اكبر من (0.26) تعد معرضة لخطر العسر المالي ثم الإفلاس .ثم حاولت بعد ذلك تعديل نموذجها بأكثر دقة من خلال تسقيط المتغيرات الأقل تأثيرا لتصل قدرته على التنبؤ بمقدار (86.16%) وتصبح صيغة النموذج كالآتي : (Shirata, 2002, 67)

$$SAF = 0.014 X2 - 0.058 X24 - 0.062 X36 - 0.003 X10 + 0.7614$$

$X2 =$ صافي الدخل قبل الضريبة إلى مجموع الموجودات

$X24 =$ مصروفات الفائدة إلى حجم المبيعات

$X36 =$ الحسابات المستحقة الدفع إلى حجم المبيعات

$X10 =$ نسبة نمو رأس المال العامل

وفقا للنموذج الجديد فإذا كانت النتيجة اكبر من (0.38) تعد الشركة معرضة لخطر العسر المالي .

٣- إدارة المخاطر والتحوط المالي .

٣-١ - ماهية ادارة المخاطر والتحوط المالي

لما كانت شركات الاعمال عرضة للخسارة ، أو المخاطر ، إذ لا تخلو اية مهمة او نشاط من المخاطرة ، كان من المهم على الشركات ، العمل على تحقيق الربحية والتحوط لما يقدر يتحقق من خسائر مستقبلية فتعتمد على تقليلها وتلافيتها ، ولذا كانت إدارة المخاطر مهمة ، وغدت اليوم علما وفنا وتخصصا .وقد

العدد : ٣

ايلول / لسنة ٢٠٢١

مجلة العلوم المالية والمحاسبية / مركز التدريب المالي والمحاسبي

قسم التدريب على أعمال والبحوث والترجمة

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

عرفت إدارة المخاطر بأنها : كافة الإجراءات التي تقوم بها الإدارة للحد من الآثار السلبية الناتجة عن المخاطر وإبقائها في حدودها الدنيا ، أو هي تلك العملية التي من خلالها يتم رصد المخاطر ، وتحديدتها ، وقياسها ، ومراقبتها ، وذلك بهدف ضمان فهم كامل لها ، والاطمئنان بأنها ضمن الحدود المقبولة . فالمقصود بإدارة المخاطر التحوط من الخسائر المباشرة أو غير المباشرة بوسائل وإجراءات معينة . وقد قال المتخصصون إن الخطر يمكن إدارته ، ولكن لا يمكن استبعاده من الأنشطة . ولعل الامر هذا يقودنا الى ضرورة فهم التحوط Hedging ، التي هي عكس المضاربة اذ انها بمفهومها العام تشير الى العمليات التي تجرى لغرض التقليل او ازالة المخاطر ويرى البعض بانها عملية تحويل المخاطر الى الغير اما المضاربة فهي تحمل المخاطر على امل تحقيق الارباح (علي بن بلعروز ، ٢٠٠١ ، ٥٦) اذن يمكن فهم التحوط بانه تحييد المخاطر وتقليصها ونقلها وإدارتها ، أو هو حماية رأس المال باستخدام الوسائل المتاحة للوقاية من الخسارة أو النقصان أو التلف .

٣-٢- أدوات التحوط : لقد اهتمت شركات الاعمال والاسواق المالية بأساليب أو أدوات التحوط ، وحرصت على تبنيتها ، وتتفاوت تلك الاساليب من حيث كفاءتها ، ونسبة الأمان فيها ، فقد تكون أدوات تحوط طبيعية تخضع للدراسات والتخطيط والعناية بالجوانب الفنية ، وأخرى أدوات تحوط غير مأمونة العواقب ذات صفات حادة ، فرغم أنها تحقق نسبة عالية من التحوط لكنها قد تكون سبباً في الوقت ذاته وعلى المدى البعيد أو حتى القريب ، في تعثرات و مشاكل مالية تؤثر سلباً على شركات الاعمال ونتائج اعمالها . (مصطفى ، ٢٠١١ ، ٢٣) وهناك من يصنف أدوات التحوط الى أدوات داخلية و أدوات خارجية وفيما يلي عرض لهذه الأدوات المالية التي تعد أدوات للتحوط من المخاطر المالية :

(Abhay Kumar Gupta, 2016.43-35)

٣-٢-١- أدوات (تقنيات) التحوط الداخلية Internal Tools and Techniques : ومنها أسلوب الموازنة بين الموجودات والمطلوبات باعتبارها طريقة لمعالجة المخاطر التي تواجهها المؤسسة/ موائمة تواريخ الاستحقاقات والالتزامات/ استخدام استراتيجيات التسعير للمنتجات من خلال دراسة السوق واختيار السعر الذي يحقق الارباح / تبني سياسات الجودة في الانتاج / تبني سياسات الابتكار /

٣-٢-٢- أدوات (تقنيات) التحوط الخارجية External Tools and techniques : تتمثل بالأدوات التي تستخدم في بمشاركة البيئة الخارجية والاسواق لإتمامها ومنها :

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

- أ- المستقبلات : وهي عقود آجلة نمطية أي ذات مواصفات موحدة وثابتة بحيث يسهل تداولها في السوق المالية والعقود الآجلة بدورها تتضمن الاتفاق على تسليم سلعة بمواصفات محددة في تاريخ مستقبلي .
- ب- التوريق اذ أصبح اللجوء إلى التوريق كأحد الابتكارات المالية التي تعمل على سد فجوة التمويل ، وهو أداة مالية مستحدثة تقيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ثم عرضه على الجمهور
- ج- الخيارات : وهي عقد يتم بموجبه منح الحق - وليس الالتزام - لشراء أو بيع شيء معين كأسهم أو السلع أو العملات أو الديون (لحامله بضمن محدد لمدة محدودة أي بمعنى هو العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري موجودا معينا بالسعر المحدد وقت التعاقد ، بغض النظر عن السعر السائد حين حلول الأجل .
- د- المبادلات المؤقتة: وهي اتفاقات بين طرفين على تبادل مؤقت لقدر معين من الموجودات المالية أو العينية أو معدلات الفوائد

المبحث الثاني : الجانب القياسي والتحليلي :

١ : قياس مخاطر الاعسار المالي للشركات عينة البحث :

تم اختيار احدى الشركات العاملة في القطاع الصناعي والمسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٠-٢٠١٧ وذلك كون هذا القطاع من اكثر القطاعات الاقتصادية العاملة في السوق العراقي تأثرا بالبيئة الاقتصادية كما انها تواجه معضلات كبيرة في التقدم والبقاء والاستمرار وهو ما اكدته تقاريرها وكشوفاتها المالية المنشورة في السوق او المدققة من قبل ديوان الرقابة المالية ، ومن بين الشركات التي تشير تقاريرها الاولى على تدني صحتها المالية والتي سنعتمدها كعينة بحثية هي شركة الصناعات الالكترونية اذ سيتم تطبيق نموذج Kah & Tans لغرض الوقوف الى مدى تعرضها لمخاطر الاعسار المالي .

ولغرض احتساب احتمالية التعرض لمخاطر الاعسار المالي وفقا لنموذج Kah & Tans يتطلب الامر قياس احتمالية فرض الاستمرارية للشركة اولا وذلك من خلال المعادلة

$$\text{احتمال فرض الإستمرارية} = \frac{1}{Exp + 1 - (\text{المجموع النهائي})}$$

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال- دراسة حالة

حيث أن المجموع النهائي يمثل مجموع حاصل ضرب احتمال الوزن في الوزن المقابل. إن النتيجة المحتملة للمعادلة السابقة تقع بين (صفر، ١)، وإذا كان احتمال الاستمرارية ٠.٥ أو أقل، فإن الشركة مهددة بخطر الإعسار المالي، وقد تواجه الفشل المالي.

ومن خاصية أن مجموع الاحتمالات الممكنة للظاهرة يساوي الواحد الصحيح فإن احتمال التعرض لمخاطر الإعسار المالي سيكون عبارة عن الواحد الصحيح مطروحاً منه احتمال فرض الاستمرارية، أي أن:

احتمال التعرض لمخاطر الإعسار المالي = ١ - احتمال فرض الاستمرارية

وقبل البدء بقياس احتمالية تعرض الشركة لمخاطر الاعسار المالي ، يعتمد تطبيق نموذج Kah&Tans الى تحديد الشبكة العصبية للتنبؤ بقدرة الشركة على الاستمرارية خلال فترة البحث ، فمن خلال المؤشرات المالية

(X1, X2,X3,X4,X5,X6) المتمثلة بالمؤشرات (مؤشر الموجودات المتداولة / المطلوبات المتداولة ، مؤشر حق الملكية / الموجودات الثابتة ، مؤشر اجمالي المطلوبات / الموجودات الثابتة ، مؤشر مصروفات فوائد / الارباح القابلة للتوزيع ، مؤشر صافي الربح / اجمالي الموجودات ، مؤشر الارباح المحتجزة / الموجودات الثابتة) على التوالي وللفترات الزمنية الثمانية تم تحديد الشبكة العصبية للشركة عينة البحث كما موضح في الجدول (١) ادناه

الجدول (١): الشبكة العصبية للتنبؤ بقدرة الشركة على الاستمرارية لثمان سنوات

X_6	X_5	X_4	X_3	X_2	X_1	(السنوات)
الجزر ٦	الجزر ٥	الجزر ٤	الجزر ٣	الجزر ٢	الجزر ١	
1.4748	-1.219	0.7894٠	1.0923	-0.7445	-1.7131	١
0.0608	1.5736	1.4973	0.9675	0.4731	2.409	٢
1.1088	-3.0948	1.1811	-0.4594	-0.6464	-4.7666	٣
-1.7151	3.4716	-1.0374	-1.9108	1.5166	2.4481	٤
1.0478	-3.8518	-0.3472	0.5539	0.832	-1.8592	٥
-1.4635	0.5343	0.9583	0.9388	-1.6206	2.3792	٦
0.2471	-4.162	0.3435	4.7112	-1.9838	-0.3777	٧
2.9925	3.8518	-0.903	-3.0032	0.068	0.7749	٨

المصدر: (الشيخ، مصطفى فهمي، ٢٠٠٨)

العدد : ٣
ايلول / لسنة ٢٠٢١

مجلة العلوم المالية والمحاسبية / مركز التدريب المالي والمحاسبي
قسم التدريب على أعمال والبحوث والترجمة

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

وتم تحديد الاوزان الصادرة التي سيتم استخدامها في تطبيق نموذج القياس وكما موضح في الجدول (٢)

الجدول (٢): الأوزان الصادرة

السنوات	١	٢	٣	٤	٥	٦	٧	٨
الأوزان الصادرة	-0.2511	0.2906	-1.9166	2.4069	-1.036	1.145	-4.027	4.5182

المصدر: (الشيخ، مصطفى فهمي، ٢٠٠٨)

ولغرض قياس فرضية الاستمرارية لشركة الصناعات الالكترونية تم تحليل الاداء المالي من خلال المؤشرات المالية التي يعتمد عليها نموذج Kah&Tans وكانت النتائج كما في الجدول (٣) ادناه

الجدول (٣): المؤشرات المالية لشركة الصناعات الإلكترونية للمدة (٢٠١٧-٢٠١٠)

النسب	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧
X ₁	3.71664	37.61155	3.75187	2.99890	2.76454	2.28504	2.40032	2.10742
X ₂	21.78227	22.42863	23.05771	18.92352	17.27090	15.98935	15.51378	14.08591
X ₃	29.43357	30.18938	31.07245	27.89022	26.45920	26.04359	27.58853	27.72058
X ₄	-0.15500	-0.15725	-0.46908	-0.65029	-0.05387	-0.15138	-0.02903	-0.01492
X ₅	-1.59016	-1.61035	-0.67201	-4.34605	-4.25138	-3.80111	-2.53918	-1.73593
X ₆	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المؤشرات المالية لشركة الصناعات الإلكترونية للمدة (٢٠١٧-٢٠١٠)

من الجدول (٣) اعلاه يتضح لنا ان الاداء المالي لشركة الصناعات الالكترونية غير جيد وهو ما تؤكد مؤشراتها المالية المتمثلة X4 مصروفات الفوائد الى الارباح القابلة للتوزيع اذ كانت بخسائر واضحة طول فترة البحث ، وكذلك الحال مع مؤشر صافي الربح على اجمالي الموجودات الثابتة (X5) ما يشير الى ضعف ادارة الموجودات الثابتة في تحقيق الارباح المناسبة ،ما انعكس الامر ايضا على الارباح المحتجزة / الموجودات الثابتة (X6) .

وللتأكد من فرضية الاستمرارية سيتم تحديد اوزان تلك المؤشرات من خلال ربطها بجذورها من الشبكة العصبية الموضحة في الجدول (٤) ادناه

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

الجدول (4): الوزن (الجذور × المؤشرات المالية) لشركة الصناعات الإلكترونية للمدة (٢٠١٠-٢٠١٧)

السنوات		X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆
٢٠١٠	الجذر	-1.7131	-0.7445	1.0923	0.7894	-1.219	1.4748
	النسبة	3.71664	21.78227	29.43357	-0.155	-1.59016	0.00000
٢٠١١	الجذر	2.409	0.4731	0.9675	1.40973	1.5736	0.0608
	النسبة	37.61155	22.42863	30.18938	-0.15725	-1.61035	0.00000
٢٠١٢	الجذر	-4.7666	-0.6464	-0.4594	1.1811	-3.0948	1.1.088
	النسبة	3.75187	23.05771	31.07245	-0.46908	-0.67201	0.00000
٢٠١٣	الجذر	2.4481	1.5166	-1.9108	-1.0374	3.4716	-1.7151
	النسبة	2.9989	18.92352	27.89022	-0.65029	-4.34605	0.00000
٢٠١٤	الجذر	-1.8592	0.832	0.5539	-0.3472	-3.8518	1.0478
	النسبة	2.76454	17.2709	26.4592	-0.05387	-4.25138	0.00000
٢٠١٥	الجذر	2.3792	-1.6206	0.9388	0.9583	0.5343	-1.4635
	النسبة	2.28504	15.98935	26.04359	-0.15138	-3.80111	0.00000
٢٠١٦	الجذر	-0.3777	-1.9838	4.7112	0.3435	-4.162	0.2471
	النسبة	2.40032	15.51378	27.58853	-0.02903	-2.53918	0.00000
٢٠١٧	الجذر	0.7749	0.068	-3.0032	-0.903	3.8518	2.9925
	النسبة	2.10742	14.08591	27.72058	-0.01492	-1.73593	0.00000

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج Excel

الجدول (٥): حساب احتمال استمرارية العمل دون التعرض للإعسار المالي لشركة الصناعات الإلكترونية

الأوزان	مجموع كل وزن	الاحتمال = $\frac{1}{Exp+1}$ (مجموع كل وزن)	الأوزان الصادرة	الاحتمال × الأوزان الصادرة
٢٠١٠	11.38246	0.999989	-0.2511	-0.251097
٢٠١١	127.6559	1.000000	0.2906	0.290600
٢٠١٢	-45.5371	0.000000	-1.9166	0.000000
٢٠١٣	-31.6648	0.000000	2.4069	0.000000
٢٠١٤	40.27948	1.000000	-1.036	-1.036000
٢٠١٥	1.797948	0.857899	1.145	0.982294
٢٠١٦	108.8503	1.000000	-4.027	-4.027000

العدد : ٣
أيلول / لسنة ٢٠٢١

مجلة العلوم المالية والمحاسبية / مركز التدريب المالي والمحاسبي
قسم التدريب على أعمال والبحوث والترجمة

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

0.000000	4.5182	0.000000	-87.3325	٢٠١٧
-4.041203	المجموع النهائي			
0.017273	احتمال فرض الاستمرارية			
0.982727	احتمال التعرض لمخاطر الإعسار المالي			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج Excel

يلاحظ من الجدول السابق أن احتمال فرض الاستمرارية (0.017273) وهو أقل من (0.5) مما يشير إلى أن شركة الصناعات الإلكترونية موقفها غير سليم وأنها قد تعرضت لمخاطر الإعسار المالي خلال المدة (٢٠١٠-٢٠١٧)، وكذلك نلاحظ أن احتمال تعرض الشركة لمخاطر الإعسار المالي هو قوي جداً ويساوي (0.982727).

٢- تحليل المعضلات المالية التي تواجهها شركة الصناعات الإلكترونية المسببة لمخاطر الاعسار المالي:

بغرض مساندة الشركة في تخطي اثار مخاطر الاعسار المالي الذي تواجهها كان لابد لها من تبني مجموعة خيارات مالية تعمل على نهوضها من جديد وتخطي وقوعها في الفشل المالي ومن ثم التصفية واشهار افلاسها ، ومن بين تلك الخيارات المتاحة لها يمكن تبني احد اساليب الهندسة المالية والمتمثلة بالمشتقات المالية وباستخدام عمليات التوريق المالي الذي يتمثل في عملية تحويل أصول مالية غير سائلة إلى أوراق مالية ذات ضمانات عينية او مالية ذات تدفقات نقدية متوقعة وتكون هذه الأوراق قابلة للتداول في الأسواق (Pinto,2019, 104) كما يشار الى عملية التوريق أيضا أداة مالية مستحدثة تقيد بقيام مؤسسة بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ، و وضعها في صورة دين واحد معزز ائتمانيا ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب في شكل أوراق مالية، تقليلا للمخاطر وضمانا للتدفق المستمر للسيولة النقدية (Kovaleva,2018,3). وقبل البدء بتطبيق عملية التوريق المالي على شركة الصناعات الإلكترونية . كان لابد من الدخول الى فهم الاداء المالي الفعلي للشركة ، ومن خلال تقارير الرقابة المالية الصادرة عن الشركة(ديوان الرقابة المالية الاتحادي ، ٢٠١٦، ١٩-١) تشير الى وجود انحرافات مالية كبيرة بين المخطط والمتحقق وكما موضح في الجدول (٦) ادناه

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

الجدول (٦) الموازنة التخطيطية لشركة الصناعات الالكترونية للعام ٢٠١٦ المبالغ بألاف الدنانير

البند	المخطط	الفعلي	الفرق	نسبة الانحراف %
الايرادات	9540000	1767538	7772462	(81)
المصروفات	8790000	3759632	5030368	(57)
صافي الربح	750000	(1992094)	(2742094)	(366)

المصدر : تقارير ديوان الرقابة المالية ، دائرة تدقيق نشاط الشركات لعام ٢٠١٦
ومن خلال دراسة تفاصيل الجدول (٦) نلاحظ عدم تمكن الشركة من تحقيق الايرادات المخططة حيث بلغ الفرق ما قيمته 7772462 الف دينار عراقي وينسبة انحراف عن المخطط (81 %) ما اثر ذلك على نتيجة النشاط الفعلي بعجز مقداره (1992094) الف دينار ويانحراف نسبته (366%) عن المخطط ومن هنا كانت بداية التفكير في ايجاد الحلول المناسبة لتغطية هذا الفرق وتصحيح الانحرافات ، من خلال تدقيق الكشوفات المالية والبند المختلفة للشركة وفي كيفية ادارتها لاستثماراتها ومصادر تمويلها المختلفة ، والجدول (٧) يوضح بعض الجوانب السلبية عن الشركة والتي يمكن الاستفادة منها في عملية التوريق

جدول (7) المؤشرات المالية السلبية لدى شركة الصناعات الالكترونية لسنة ٢٠١٦

البند	المبلغ (الالف الدنانير)	اثاره
موجودات ثابتة موقوفة عن العمل	1173	
مخزون مواد اولية موقوف لأكثر من اربعة سنوات	1741918	متراكم في المخزن دون مراعاة ظروف السوق ما قد يؤدي الى تراكمها و تقادمها تكنولوجيا مما يشكل بالتالي عبء مالي على الشركة ،
مخزون بضائع بغرض البيع و موقوفة منذ سنوات سابقة	314908	
مخزون بضائع لدى الغير	163244	لم تسدد قيمتها لحد الان
مواد مخزنية تامة الصنع موقوفة منذ سنوات	7740	قد يؤدي الى خسائر مالية بسبب عدم تغطية كلف انتاجها . وانخفاض القيمة الحالية لكلف انتاجها عند البيع لتأخر بيعها
مبالغ مدنيون بأسماء زبائن و شركات وموقوفة عن السداد منذ سنوات سابقة	20523906	اصبحت مشكوك في تحصيلها

العدد : ٣
ايلول / لسنة ٢٠٢١

مجلة العلوم المالية والمحاسبية / مركز التدريب المالي والمحاسبي
قسم التدريب على أعمال والبحوث والترجمة

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

مبالغ دائنون لشركات و عملاء موقوفة عن السداد منذ سنوات عدة بسبب الخسائر المتتالية التي تواجهها الشركة	3300332	قد تكون السبب في التصفية واشهار الافلاس
استثمارات مالية لم تحقق الارباح و راكدة دون حركة	226610	تؤدي الى خسائر بسبب انخفاض قيمتها الحالية من جهة وانخفاض قيمتها السوقية
قروض طويلة الاجل موقوفة منذ سنوات	3839621	

المصدر : اعاد الباحث بالاعتماد على تقارير ديوان الرقابة الاتحادية ، دائرة تدقيق نشاط الشركات لسنة ٢٠١٦

٣ : اجراء عملية التوريق المالي لشركة عينة البحث :

من خلال المبحث السابق تم التوصل الى وجود مجموعة مشاكل مالية تعاني منها شركة الصناعات الالكترونية والتي قد تكون هي السبب في مواجهتها لمخاطر الاعسار المالي .. وسيتم اجراء سيناريو لعملية التوريق المالي للبنود المذكورة في جدول (٧) وذلك من خلال تبني اسلوبين اساسيين في عملية التوريق اللذان تباينا هما كل من (Shin,2009, 209-330) (بوزرب وخوالد، ٢٠١٧، ١٠٠) ويتمثلان في الاتي :

الاسلوب الاول : اسلوب استبدال الدين . والذي يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات بأخرى اي بتحويله كليا او جزئيا الى اوراق مالية جديدة . وبذلك سيتم استبدال المدينون والدائنون الموقوفة منذ سنوات الى اوراق مالية تحقق لنا ايرادات جديدة بقيمتها وكما موضح في الجدول (٨)

جدول (٨) عملية توريق بأسلوب الاستبدال

البند القديم	البند الجديد بعد التوريق	المبلغ (الالف الدينانير)
مدينون موقوفة	اوراق مالية	20523906
دائنون موقوفة	اوراق مالية	3300332
استثمارات مالية	سندات	226610
قروض طويلة الاجل موقوفة	اوراق مالية	3839621
المجموع		27890469

المصدر : من اعداد الباحث

الاسلوب الثاني : اسلوب التنازل : ويتمثل بالتنازل عن الموجودات لصالح الدائن أو المقرض ويستخدم هذا الأسلوب في توريق الذمم الناشئة عن بيع الموجودات أو إيجارها ، إذ يتم الاستمرار في دفع الأقساط

التوريد المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

عند البيع او الإيجار الى الممول الأصلي الذي يحولها بدوره إلى مشتري الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة حوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريد ومقابلها يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين . والجدول (١٠) يوضح لنا سيناريو عملية التوريد بأسلوب التنازل للبند الموضحة في جدول (٨) السابق جدول (١٠) عملية التوريد لشركة الصناعات الالكترونية بأسلوب التنازل

البند السابق	البند بعملية التوريد	المبلغ (الالف الدينانير)
موجودات ثابتة (مكائن) موقوفة	اوراق مالية متعددة الاستحقاق	1173
موجودات ثابتة (اراضي) متروكة	اوراق مالية متعددة الاستحقاق	1265971
مخزون مواد اولية دون استخدام (توريد ٣/٢ من قيمتها)	اوراق مالية متعددة	1161278
بضائع بغرض البيع	اوراق مالية متعددة	314908
بضائع تامة الصنع (توريد ٣/٢ من قيمتها)	اوراق مالية متعددة	7740
بضائع لدى الغير لم تسدد	اوراق مالية	163244
المجموع		2914314

المصدر : من اعداد الباحث

عمليات التوريد بأسلوب استبدال الدين + عمليات التوريد بأسلوب التنازل = اجمالي عمليات التوريد
 $2914314 + 27890469 = 30804783$ الف دينار اجمالي عمليات التوريد
 لاشك ان هذه العمليات ستعزز من الاموال الواردة للشركة وتقلل من الانحرافات بين الفعلي والمخطط ما ينتج عنه صافي ارباح بقيمة 26730243 الف دينار عراقي وذلك بعد خصم المصروفات البالغة 3759632 الف دينار عراقي والموضحة في الجدول (٦) السابق مع مصروفات عملية التوريد التي قدرت تكلفتها 314908 الف دينار من اجمالي عمليات التوريد . والجدول (١١) ادناه يوضح ذلك :

جدول (١١) صافي ربح بعد عمليات التوريد المالي

البند	المبلغ (الالف دينار عراقي)	المبلغ الكلي (الالف دينار عراقي)
عمليات التوريد بأسلوب الاستبدال	27890469	
عمليات التوريد بأسلوب التنازل	2914314	
اجمالي عمليات التوريد		30804783
المصروفات فعلية	3759632	

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

مصرفات عملية التوريق	314908	
اجمالي المصروفات	4074540	
صافي الربح	26730243	

المصدر : من اعداد الباحث

٤ : قياس احتمالية التعرض لمخاطر الاعسار المالي بعد عمليات التوريق المالي للشركة عينة البحث
 لاشك ان عمليات التوريق التي نفذت على بنود شركة الصناعات الالكترونية لها انعكاساتها المالية على
 نتائج اعمالها ، فكان لابد من اعادة قياس فرضية الاستمرارية واحتمالية التعرض لمخاطر الاعسار المالي
 باستخدام نموذج Kah&Tans فكانت نتائج القياس بعد عمليات التوريق طبقت للفترة سنتين قبل ٢٠١٦
 (سنة الاساس للتوريق) و سنتين بعدها وكما موضحة في جداول (١٢) ، (١٣) ، (١٤)

الجدول (١٢): المؤشرات المالية لشركة الصناعات الإلكترونية بعد التوريق للمدة (٢٠١٤-٢٠١٨)

النسب	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨
X ₁	2.76454	2.28504	2.40032	2.10742	2.05350
X ₂	17.27090	15.98935	15.51378	14.08591	5.09207
X ₃	26.45920	26.04359	27.58853	27.72058	8.97634
X ₄	0.01081	0.02417	0.00257	0.00087	0.00294
X ₅	20.01164	23.96622	28.53448	28.85105	9.49393
X ₆	21.25657	24.68947	29.34538	29.85615	9.80481

المصدر : إعداد الباحثة

اذ لم يتم تغير مؤشرات X₁,X₂,X₃ للسنوات ٢٠١٤ لغاية ٢٠١٧ وذلك كون متغيراتها من بنود الميزانية
 وقيمتها لايمكن التلاعب بها ، اما المؤشرات X₄,X₅,X₆ فحصل تغير في قيمها ناتج عن تأثير
 التوريق على نتائج اعمال الشركة والمتمثلة بالارباح وصافي الربح ، اما مؤشرات عام ٢٠١٨ فهي جديدة
 بحكم عملياتها السنوية .

الجدول (13): الوزن (الجذور × المؤشرات المالية) شركة الصناعات الإلكترونية بعد التوريق المالي
 للمدة (٢٠١٤-٢٠١٨)

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

السنو ت		X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆
٢٠١٤	الجنر	-1.7131	-0.7445	1.0923	0.7894	-1.219	1.4748
	النسبة	2.76454	17.2709	26.4592	0.01081	20.01164	21.25657
٢٠١٥	الجنر	2.409	0.4731	0.9675	1.4973	1.5736	0.0608
	النسبة	2.28504	15.98935	26.04359	0.02417	23.96622	24.68947
٢٠١٦	الجنر	-4.7666	-0.6464	-0.4594	1.1811	-3.0948	1.1088
	النسبة	2.40032	15.51378	27.58853	0.00257	28.53448	29.34538
٢٠١٧	الجنر	2.4481	1.5166	-1.9108	-1.0374	3.4716	-1.7151
	النسبة	2.10742	14.08591	27.72058	0.00087	28.85105	29.85615
٢٠١٨	الجنر	-1.8592	0.832	0.5539	-0.3472	-3.8518	1.0478
	النسبة	2.0535	5.09207	8.97634	0.00294	9.49393	9.80481

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج Excel

الجدول (١٤): حساب احتمال استمرارية العمل دون التعرض للإعسار المالي بعد التوريق المالي للشركة

الأوزان	مجموع كل وزن	الاحتمال = $\frac{1}{Exp+1}$ (مجموع كل وزن)	الأوزان	الاحتمال × الأوزان الصادرة
٢٠١٤	18.2708	1.000000	-0.2511	-0.251100
٢٠١٥	77.51695	1.000000	0.2906	0.290600
٢٠١٦	-89.911	0.000000	-1.9166	0.000000
٢٠١٧	22.5055	1.000000	2.4069	2.406900
٢٠١٨	-20.9055	0.000000	-1.036	0.000000
المجموع النهائي				
احتمال فرض الاستمرارية				
احتمال التعرض لمخاطر الإعسار المالي				
2.4464				
0.920298				
0.079702				

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج Excel

يلاحظ من الجدول السابق أنه بعد عملية التوريق فإن احتمال فرض الاستمرارية أرتفع من (0.017273) إلى (0.920298) وهو أكبر من (0.5) مما يشير إلى أن شركة الصناعات الإلكترونية أصبح موقفها سليماً بعد عملية التوريق وأنها لم تتعرض لمخاطر الإعسار المالي خلال المدة (٢٠١٤-٢٠١٤)

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

(٢٠١٨). وبالمقابل فإن احتمال تعرض الشركة لمخاطر الإعسار المالي قد أنخفض من (0.982727) إلى (0.079702) وهو احتمال ضعيف جداً.

المبحث الثالث: الاستنتاجات والمقترحات

١ - الاستنتاجات :

- ١-١- تواجه شركات الاعمال في مراحل حياتها تقلبات مالية متعددة ينبغي الوعي لها ومتابعتها من قبل الادارة العليا عامة والادارة المالية خاصة . قبل ان تتفاقم وتصبح معضلة مالية .
- ١-٢- تواجه معظم شركات الاعمال العاملة في القطاع الصناعي والمسجلة في سوق العراق للأوراق المالية مشاكل مالية واداء مالي متدني .
- ١-٣- تعاني شركة الصناعات الالكترونية من فرضية عدم الاستمرارية بمؤشر عالي جدا . ما قد يهددها بالخروج من سوق العمل.
- ١-٤- تتعرض شركة الصناعات الالكترونية لمخاطر الاعسار المالية . ما قد يهددها بالتصفية واشهار افلاسها .
- ١-٥- تدني مبيعات شركة الصناعات الالكترونية في سوق ما اثر ذلك على تدني نسب الايرادات الفعلية
- ١-٦- لم تستطع شركة الصناعات الالكترونية الوصول الى حجم الايرادات المخطط لها
- ١-٧- لم تحقق شركة الصناعات الالكترونية الارباح المخطط لها
- ١-٨- كانت مستوى الارباح القابلة للتوزيع بمستويات متدنية ومؤشرات سالبة ما يعني الخسائر المالية العالية التي تواجهها الشركة والمساهمين على حد سواء .
- ١-٩- لم يحصل المساهمين على اية ارباح تذكر خلال فترة البحث .
- ١-١٠- تتعرض الشركة لعجز مالي يفوق راس المال المدفوع ما اثر ذلك حتما على انخفاض سعر الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية .
- ١-١١- وجود موجودات ثابتة (الآلات ومكائن) غير مستغلة في العملية الانتاجية والبعض منها عاطل عن العمل .
- ١-١٢- وجود مواد اولية بقيم كبيرة موقوفة وغير مستغلة للعملية الانتاجية لسنوات سابقة .
- ١-١٣- وجود بضائع تامة الصنع في مخازن الشركة راكدة من سنوات سابقة .

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

١٤-١- وجود قيم مالية عالية لحساب المدينون موقوفة ولم تسدد من اصحابها لسنوات عديدة سابقة .

١٥-١- لم تسدد الشركة التزاماتها للغير منذ سنوات متعددة بسبب الخسائر والعجز المتراكم الذي تحققه.

٢- التوصيات .

١-٢- لا بد من الاخذ بنظر الاهتمام لموضوع المخاطر المالية وكيفية ادارتها وذلك من خلال انشاء وحدة ادارية متخصصة في ادارة المخاطر العامة والمالية بخاصة ويكون ارتباطها بالإدارة العليا .

٢-٢- يمكن تبني ادوات الهندسة المالية كأدوات مصادر التمويل الحديثة لتقادي العجز المستمر الذي تعاني منه الشركات .

٣-٢- يمكن للشركة عينة البحث اعتماد رسملة راس مال شركة لغرض تقادي العجز المستمر .

٤-٢- يمكن تبني عمليات التوريق كأحد استراتيجيات الهندسة المالية للحد من مخاطر الاعسار المالي .
٥-٢- لا بد ان تتخذ ادارة شركة الصناعات الالكترونية استراتيجيات متعددة في عملية التسويق لمنتجاتها لغرض حث وترغيب الزبائن على التعامل مع منتجاتها لما له من اثار جيدة على زيادة حجم المبيعات ورفع مستوى الايرادات المتحققة ما ينعكس ذلك على ارباحها المتحققة .

٦-٢- لا بد من المتابعة المستمرة للمدينون (النقدي والتجاري) وخاصة الموقوفة منها وادارتها بشكل جيد لمنع جعلها عبء مالي على الشركة وفي حالة حصول ذلك يمكن للشركة اجراء التوريق المالي عليها ز
٧-٢- عدم تحمل التزامات مالية جديدة تثقل كاهل الشركة ما قد يعرضها للتصفية واشهار افلاسها وخروجها من سوق العمل

٨-٢- يمكن تبني اسلوب الاستبدال كأحد اساليب التوريق المالي للديون التي بذمة الشركة .

٩-٢- يمكن تبني اسلوب التنازل كأحد اساليب التوريق المالي للموجودات الثابتة الموقوفة لدى الشركة ولتحقيق مصادر جديدة للتمويل بتكلفة اقل .

المصادر: العربية

اولا الوثائق

١. دليل سوق العراق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٧-٢٠١٠

٢. ديوان الرقابة المالية الاتحادي ،دائرة تدقيق نشاط الشركات ، ٢٠١٦-٢٠١٧

العدد : ٣
ايلول / لسنة ٢٠٢١

مجلة العلوم المالية والمحاسبية / مركز التدريب المالي والمحاسبي
قسم التدريب على أعمال والبحوث والترجمة

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

ثانيا : الرسائل والاطاريح

١. بوطكوك : عمار ، ٢٠٠٨ ، دور التوريق في نشاط البنك ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة التيسير ،
٢. الرفاعي ، هاشم احمد ، ٢٠١٧ ، التنبؤ بتعثر الشركات ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الاعمال ، جامعة الشرق الاوسط ، سوريا
٣. فريدة سقلاي ، ٢٠١٦ ، التوريق كأداة لضمان القروض المصرفية ، اطروحة دكتوراه غير منشورة كلية الحقوق ، جامعة مولود معمري ، الجزائر .
٤. الطالب : صلاح الدين ، ٢٠٠٠ ، تكييف ادوات التحليل المالي لقياس مستوى نجاح منشآت الاعمال ، اطروحة دكتوراه غير منشورة ، جامعة الموصل ، الادارة والاقتصاد .
٥. الوتار : سيف عبد الرزاق ، ٢٠١٠ ، دور المعلومات المحاسبية في التنبؤ لفشل الشركات ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الموصل ، الادارة والاقتصاد .

ثالثا : الدوريات :

١. جريدان ، نايف بن جمعان و الشيخ ، بابر مبارك ، ٢٠١٧ ، التمويل عبر توريق الديون من وجهة نظرمالية واسلامية ، مجلة الاقتصاد والاعمال ، غزة ، المجلد ٢٥ ، العدد ٢ .
٢. الحمداني ، رافعة ابراهيم ، ٢٠١٩ ، التنبؤ بالفشل المالي لشركات الاعمال - باستخدام نموذجي Z-3 و kida بحث تحليلي مقارن ، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية ، المجلد ، العدد ٨٠ .
٣. الشريف ابو بكر ، محمود خير الدين ، ٢٠١٧ ، التوريق المصرفي و دوره في حدوث الازمة المالية العالمية ٢٠٠٨ ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد ٩١ .
٤. علي : بن بلعزوز ، ٢٠١١ ، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية - مجلة الباحث عدد (٧) لسنة ٢٠٠١ .
٥. غياط : شريف و مهري : عبد الملك ، ٢٠١٥ ، تحليل اسباب وابعاد فشل الاداء المالي للشركات ، مجلة رؤى اقتصادية ، جامعة الخضره وادي ، الجزائر ، العدد ٩ .

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

٦. النذير شبعوات : ٢٠١٧ ، توريق القروض الرهنية ، مجلة الحقوق ، جامعة قاصدي رباح ، كلية الحقوق والعلوم السياسية .

رابعا : الكتب

١. زويدي ، بو بكر الصديق ، ٢٠١٧ ، تطبيق ادوات العسر المالي لعينة من المؤسسات المتوسطة والصغيرة . كلية العلوم الاقتصادية ، علوم التيسير
٢. مصطفى : بدر الدين قرشي ، ٢٠١١ ، التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية ،
٣. مطر : محمد ٢٠٠٦ ، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتمان ، ط ٣ ، دار وائل للنشر ، الاردن ، عمان ،

Refrains English:

A/ Journals".

1. Abibu, Akinyemi, Balogun, S, 2016. Securitization in Nigeria: Alegal Perspective, International Journal of Innovative Research and Advanced studies, V3, Issue 12.
2. Abhay Kumar Gupta, 2016. , Hedging Tools and Techniques for Foreign Exchange Exposure in India , International Journal of Research in Humanities & Soc. Sciences [I.F. = 0.564] , Vol. 4, Issue: 5, July:2016 ISSN:(P) 2347-5404 ISSN:(O)2320 771X .
3. Albertazzi U, Eramo G, Gambacorta L, Salleo C. Asymmetric Information in Securitization: An Empirical Assessment. *Journal of Monetary Economics*. 2015;71: 33–49. 10.1016/j.jmoneco.2014.11.002 [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]
4. Battaglia F, Gallo A. Securitization and systemic risk: An empirical investigation on Italian Banks over the financial crisis. *International Review of Financial Analysis*. 2013;30: 274–286. 10.1016/j.irfa.2013.03.002 [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]
5. Battaglia F, Gallo A, Mazzuca M. Securitized banking and the Euro financial crisis: Evidence from the Italian banks risk-taking. *Journal of Economics and Business*. 2014;76: 85–100. 10.1016/j.jeconbus.2014.02.003 [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]

العدد : ٣
ايلول / لسنة ٢٠٢١

مجلة العلوم المالية والمحاسبية / مركز التدريب المالي والمحاسبي
قسم التدريب على أعمال والبحوث والترجمة

6. Castellani Davide , 2018, Mortgage-backed Securitization and SME Lending During the Financial and Economic Crisis : Evidence from the Italian Cooperative Banking System , Economic notes by Baanca Monte dei Paschici Siema SpA Vol 47, No 1 .
7. Casu B, Clare A, Sarkisyan A, Thomas S. Securitization and bank performance. *Journal of Money Credit Banking*. 2013;45: 1617–1658. 10.1111/jmcb.12064 [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]
8. Deku SY, Kara A. Effects of Securitization on banks and the financial system In: *Securitization: Past, Present and Future. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions*. 2017: 93–111. Palgrave Macmillan; 10.1007/978-3-319-60128-1 [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]
9. Franke G, Krahnen JP. Default risk sharing between banks and markets: The contribution of collateralized debt obligations In: Carey M, Stulz RM, editors. *The Risks of Financial Institutions*. Chicago: University of Chicago Press; 2006. p. 603–633. [[Google Scholar](#)]
10. Jiangli W, Pritsker M. The impacts of securitization on US bank holding companies. *Federal Reserve Bank of Chicago Proceedings*. 2008May: 377–393. [[Google Scholar](#)]
11. Hänsel D, Krahnen J. Does Credit Securitization Reduce Bank Risk? *Evidence from the European CDO Market. SSRN Electronic Journal*. 2007. 10.2139/ssrn.967430 [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]
12. Iglesias-Casal A, López-Penabad MC, López-Andión C, Maside-Sanfiz JM. Market perception of bank risk and securitization in Spain. *Journal of Business Economics and Management*. 2016;17(1): 92–108. 10.3846/16111699.2013.807867 [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]
13. Kara A, Ozkan A, Altunbas Y. Securitisation and banking risk: what do we know so far?. *Review of Behavioral Finance*. 2016;8(1): 2–16. 10.1108/RBF-07-2014-0039 [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]
14. Krahnen J, Wilde C. Risk Transfer with CDOs and Systemic Risk in Banking. Center for Financial Studies, Goethe University, *Working Paper*. 2006. Available from: <http://www.bis.org/bcbs/events/rtf06krahnenetc.pdf> [[Google Scholar](#)]
15. Kovaleva, Tatiana M. Khvostenko, Oleg A., Alla G. Glukhova, M., 2018, THE Catual Problems of Assests Securitization in Commercial Organizations espacios, Vol 39, No 22.

16. Loutschina E. The role of securitization in bank liquidity and funding management. *Journal of Financial Economics*. 2011;100: 663–284. 10.1016/j.jfineco.2011.02.005 [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]
17. López-Andión C, López-Penabad MC, Iglesias-Casal A, Maside-Sanfiz JM. Riesgo sistemático y titulización. Metodología de estudio de eventos para el caso español. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*. 2013; 16(3): 205–216. 10.1016/j.cede.2012.11.004 [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]
18. López-Andión C, Iglesias-Casal A, López-Penabad MC, Maside-Sanfiz JM. The solvency of financial institutions in Spain: lessons from securitization. *Applied Economics*. 2015;47(44): 4741–4753. 10.1080/00036846.2015.1034841 [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]
19. Martín-Oliver A, Saurina J. Why do Banks Securitize Assets? XV Spanish Finance Forum Conference Proceedings, Spanish Finance Association, 2007, Palma de Mallorca, Spain. Available from http://www.uibcongres.org/imgdb/archivo_dpo3736.doc.
20. Michalak TC, Uhde A. Credit risk securitization and bank soundness in Europe. *Quarterly Review of Economics and Finance*. 2012;52: 272–285. 10.1016/j.qref.2012.04.008 [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]
21. Parlour CA, Plantin G. Loan Sales and Relationship Banking. *The Journal of Finance*. 2008;LXIII(3): 1291–1314. 10.1111/j.1540-6261.2008.01358.x [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]
22. Pinto Joao 2016, the Economics of Securitization, Investment Management and Financial Innovations V13, Issue 1.
23. Richard C. &Shelby N. &Luon m. , 2010, Securitization of Assets Problems, U.S.A.
24. . Shin HS. Securitization and Financial Stability. *The Economic Journal*. 2009;119: 309–332. 10.1111/j.1468-0297.2008.02239.x [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]
25. Wagner W. The liquidity of bank assets and banking stability. *The Journal of Banking and Finance*. 2007;31: 121–139. 10.1016/j.jbankfin.2005.07.019 [[CrossRef](#)] [[Google Scholar](#)]

التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الاعمال - دراسة حالة

Financial securitization as a tool to hedge against the risks of financial insolvency for business companies- a case study

أ.م.د. رافعة إبراهيم عبد الله الحمداني
جامعة الموصل / كلية الادارة والاقتصاد

رقم التصنيف الدولي ISSN 2709-2852

تاريخ قبول النشر: ٢٠٢١/٨/٣١

تاريخ استلام البحث : ٢٠٢١/٨/٣

المستخلص

يهدف البحث الوصول لإمكانية تبني عمليات التوريق في الحد من المخاطر المالية التي قد تواجهها شركات الاعمال ومن بينها مخاطر الاعسار المالي اذ أصبحت خطراً يهدد الكثير من الشركات ويضعف هيكلها المالي ما قد يهددها بالفشل المالي ومن ثم التصفية واشهار افلاسها وبالمقابل برز في الآونة اخيرة استراتيجيات حديثة اخذ بعض الكتاب والباحثين في تناولها بطروحاتهم الفلسفية والفكرية والمتمثلة بأدوات الهندسة المالية ومنها المشتقات والتي تظم ادوات مالية متعددة ومن بين تلك الادوات ما يعرف بالتوريق المالي الذي يشير الى امكانية الحصول على تمويل جديد عن طريق تحويل ديون الشركات وموجوداتها الرائدة الى صورة اوراق مالية او سندات بغرض الحصول على مصادر تمويل حديثة مشتقة من اصولها الحقيقية بالشكل الذي يحسن من نتائج اعمالها ومن ذلك جاء بحثنا ليلسط الضوء على مدى امكانية استخدام عمليات التوريق المالي .للحد من مخاطر الاعسار المالي فتم تطبيق ذلك على احد الشركات المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية والعاملة ضمن القطاع الصناعي والمتمثلة بشركة الصناعات الالكترونية والتي تشير كشوفاتها المالية الى تدني اداءها المالي . ولقد تم استخدام نموذج Kah & Tans لغرض قياس مدى تعرض الشركة لمخاطر الاعسار المالي ومن ثم تم استخدام اسلوب السيناريو في تطبيق عملية التوريق المالي للشركة واعادة فحصها من جديد في مدى تعرضها لمخاطر الاعسار المالي بعد عملية التوريق فكانت نتيجة الفحص انخفاض درجة مخاطر الاعسار المالي بعد عملية التوريق المالي الذي تم لشركة الصناعات الإلكترونية ما يشير ذلك الى امكانية استخدام التوريق كأداة للحد من مخاطر العسر المالي

الكلمات المفتاحية: المخاطر المالية ، مخاطر الاعسار المالي ،

التوريق المالي ، مقاييس الاعسار المالي ، نموذج Kah & Tans



مجلة العلوم المالية والمحاسبية
العدد الثالث / ايلول ٢٠٢١
الصفحات ١٢٣ - ١٥٤