

الفصل الثاني والعشرون

تعثر الشركة،  
إعادة تنظيمها  
أو إفلاسها

**COMPANY FAILURE,  
REORGANIZATION,  
OR BANKRUPTCY**

22

obbeikandi.com

### تعثر الشركة، إعادة تنظيمها أو إفلاسها

## COMPANY FAILURE, REORGANIZATION, OR BANKRUPTCY

### مقدمة

ليست كل شركات الأعمال بالضرورة ناجحة أو منتجة كفاية لتستمر في الوجود. فهناك بعض الشركات التي تصاب بالفشل Failure في أعمالها. ويمكن تعريف الفشل بحسب مستوى حدته. فإذا فقدت شركة ملاءتها المالية فنياً Technical insolvency، أي أنها لم تعد تستطيع مواجهة التزاماتها الجارية بالرغم من أن موجوداتها تفوق مطالبها، فإنها تعتبر فاشلة. لكن مثل هذا الفشل لن يؤدي بالضرورة إلى الإفلاس ومن الممكن معالجته وإيجاد الحلول المناسبة له. ولعلّ أقصى درجات فشل الشركة هو عندما تصل إلى درجة الإفلاس Bankruptcy التي تتميز ليس فقط بعدم مقدرة الشركة على مواجهة التزاماتها الجارية، بل بكون مطالبها تتجاوز موجوداتها. أي أن حقوق المساهمين Stockholders Equity في الميزانية تصبح سالبة لكونها استهلكت بتسديد الخسائر السابقة. يبحث هذا الفصل في أسباب الفشل وكيفية معالجته. وتكمن المعالجة في تقديم تنازلات طوعية من قبل الدائنين أو في إعادة تنظيم Reorganization الشركة بهدف إعادة تأهيلها Rehabilitation وتمكينها من استعادة مركزها المالي. هذا إذا كانت الآفاق المستقبلية للشركة تبشر بالخير. أما إذا كان مستقبل الشركة قاتماً ولا أمل في أن تنتج أي ربح، فإن الحل يكون بتصفية Liquidation الشركة.

## تعثر الشركات

توجد أسباب متعددة لتعثر الشركة تعود كلها في النهاية إلى سوء الإدارة وعدم كفاية السياسات التشغيلية والاستثمارية والتمويلية المتبعة. ويتجلى عدم الكفاية في سياسات التشغيل في عدم استغلال الطاقة الانتاجية بالكامل ، ضعف انتاجية العامل بالساعة ، نسبة عالية لدوران العمال High Labor Turnover ، ضعف انتاجية الآلة بالساعة ، نسبة عالية لهدر المواد الأولية والبضاعة الجاهزة والنصف مصنعة ، نسبة عالية من الانتاج بنوعية رديئة (نخب ثاني وثالث) ، تكرار توقف الآلات والخطوط الانتاجية لإصلاح الأعطال بسبب عدم وجود برامج للصيانة الدورية ، ضعف مراقبة جودة المنتج ، . . . الخ . إن استمرار المشاكل الانتاجية من هذا النوع وعدم معالجتها يؤديان إلى ارتفاع التكاليف ، تقلص الأرباح ، وفقدان الشركة للمقدرة على المنافسة والبقاء في السوق .

كذلك فإن الشركة التي لا تقوم بإجراء دراسات جدوى اقتصادية لمشاريع الاستثمار سيكون مآلها الفشل . فالاعتماد على الحدس والتخمين . وأخذ المشورة الكلامية من المختصين أو غير المختصين في اختيار وتنفيذ الاستثمارات الرأسمالية قد يولد الخسائر الكبيرة التي لا طاقة للشركة على تحملها . وباستمرار الخسائر وتحقق عائد سلبي على الاستثمار قد يصبح من الأفضل للشركة أن تتوقف عن العمل للحد من الخسائر التي يتكبدها المساهمون . وإذا كان توزيع استثمارات الشركة بين الموجودات الثابتة والرأسمال العامل (الموجودات المتداولة) غير متوازن بحيث أنها تستثمر بإفراط في الموجودات الرأسمالية فإن ذلك سيؤدي إلى أزمات سيولة قد تهدد بقاء الشركة واستمراريتها .

وإذا كانت الشركة تتبع سياسة تمويلية تعتمد أساساً على الاقتراض ، فإن ذلك قد يؤدي إلى فشل الشركة . فعندما تكون نسبة المديونية مرتفعة ويحدث انخفاض في الأرباح قبل الفائدة والضريبة الفعلية عما كان متوقفاً ، فإن هناك احتمالاً كبيراً بأن لا تتمكن الشركة من تغطية التزاماتها المالية الثابتة ، أي الفائدة على الدين ودفعات تسديد القروض ، مما قد يعرضها للإفلاس . ويكون ذلك أكثر احتمالاً إذا كانت الأموال المستمدة من القروض قد استعملت لتمويل استثمارات طويلة الأجل لا يمكن استعادة تكاليفها إلا على المدى البعيد . ولا بد هنا من التذكير والتشديد على أنه في حالات الكساد الاقتصادي ، تكون

الشركات التي عندها درجتا رافعة تشغيل ورافعة تمويل مرتفعة أولى ضحايا الكساد كما اتضح من فصول سابقة .

### تقديم تنازلات طوعية من قبل المقرضين Voluntary Concessions

قد يجد الدائنون لشركة تواجه صعوبات ومشاكل مالية أنه من الأجدى التعاون مع إدارة الشركة على حل هذه المشاكل للحصول على حقوقهم وعدم اجبار الشركة على الإفلاس . ويحدث ذلك عندما تكون الآفاق المستقبلية للشركة واعدة، وعلى افتراض أنه باستطاعة الشركة التغلب على صعوباتها المالية المرحلية . إن الإبقاء على الشركة في هذه الحالة يعني المحافظة على عميل مريح على المدى البعيد، توفير نفقات الاجراءات القانونية الملتحقة بالإفلاس، والحصول على نسبة أكبر من قيمة القروض مما يمكن تحصيله في حالة تصفية الشركة . ولعلّ من الشروط الهامة لقبول الدائنين بتقديم تنازلات هو كون المقترض (الشركة) يمثل خطراً معنوياً Moral Risk جيداً، أي أنه يهتم بسمعته ويعمل على تنفيذ التزاماته . يعرض الدائنون في مثل هذه الحالات تقديم تنازلات طوعية Voluntary Concessions تتضمن تمديد آجال استحقاق الديون، أو تخفيض قيمة الديون بنسبة معينة، أو كليهما .

### تمديد فترة استحقاق الديون Extension

عندما تعاني الشركة من فقدان الملاءة المالية مؤقتاً لتردي الأوضاع الاقتصادية مثلاً، ولكنه ما زال بمقدورها استعادة فعاليتها الاقتصادية ومركزها المالي إذا تحسنت الأوضاع، فإن الدائنين قد ينظرون بأمر تمديد فترة استحقاق الديون . ويعتبر التمديد Extension بديلاً أفضل من إشهار إفلاس الشركة لأنه يحفظ حقوق الدائنين بالكامل بالمقارنة مع تصفية الموجودات التي قد لا ينتج عنها تحصيل كامل قيمة الديون، ولأنه يوفر نفقات الاجراءات القانونية المتعلقة بالإفلاس والتصفية .

إن استطاعة الشركة على تسديد الديون بعد فترة التمديد مرهونة بمقدرة الشركة على تحسين أدائها التشغيلي والتمويلي . لذلك قد يلجأ الدائنون إلى وضع قيود على الشركة للتأكد من حسن إدارتها . كما أنهم قد يرفضون تقديم أي تسهيلات ائتمانية جديدة ويصرون

على أن تقوم الشركة بتسديد قيمة مشترياتها من تدفقاتها النقدية الجارية. وإذا كان من الممكن الحصول على ضمانات اضافية بشكل موجودات قابلة للتسويق Marketable Assets، فإن الدائنين قد يطالبون برهن هذه الموجودات لأمر القروض التي قدموها.

من الناحية الاجرائية، تتم العملية باجراء مفاوضات بين الشركة ولجنة من الدائنين للاتفاق على فترة التمديد. ويعرض الاتفاق على جمعية الدائنين للموافقة، لكنه لا يكون ملزماً. فإذا رفض بعض المقرضين الصغار الاتفاق، توجب على الشركة تسديد ديونهم في مواعيدها حتى لا يقوموا باجبار الشركة على الإفلاس.

### تخفيض قيمة الديون بنسبة معينة Composition

يسمح الدائنون في هذه الحالة بتخفيض قيمة ديون الشركة بنسبة معينة، ويوافقون على اعتبار التسديد الجزئي تسوية كاملة Complete Settlement لديون الشركة. بذلك تعتبر الديون كافة مسددة بالكامل، وتزول عن كاهل الشركة أعباء خدمة الدين وتسديد أقساطه. ويؤدي ذلك إلى تخفيض الضغوط على سيولة الشركة ويمكنها من العودة إلى ممارسة نشاطها بصورة طبيعية.

وتحدد النسبة من الديون الواجب دفعها من خلال مفاوضات تجري بين الشركة ولجنة من الجهات المقرضة (البنوك مثلاً). وتعتمد هذه النسبة على مدى التوفير في تكاليف الاجراءات القانونية المتعلقة بالإفلاس، وعلى قيمة التصفية لموجودات الشركة. فكلما كانت تكاليف الاجراءات القانونية التي يتم تجنبها بهذه الطريقة أكبر، وكلما كانت قيمة التصفية لموجودات الشركة أقل، أمكن الوصول إلى نسبة تسديد للدين أقل. فمثلاً، إذا تم الاتفاق على تسديد ٥٥ بالمئة من قيمة الديون، فإن هذا يعني أن المقرضين يعتقدون بأن هذه التسوية أكبر قيمة مما قد يحصلون عليه من تصفية الشركة بعد طرح مصاريف الاجراءات القانونية. أما العامل الذي يلعب لمصلحة الدائنين في رفع هذه النسبة، فهو خوف المقرض من تشويه سمعته فيما لو تم اشهار إفلاسه.

وكما في السابق، يجب موافقة جميع الدائنين على التسوية التي يتم الاتفاق عليها بين لجنة المقرضين (البنوك) والشركة. فإذا اعترض بعض الدائنين على التسوية، توجب

تسديد حقوقهم بالكامل لثلاثي يفرضوا الإفلاس على الشركة . على أية حال تبقى تسوية ديون الشركة بهذه الطريقة أسهل وأسرع من تعقيدات اجراءات الإفلاس القانونية .

### مزيج التمديد وتخفيض الديون

من الممكن أن تتضمن التسوية بين الشركة ومقرضيها مزيجاً من تمديد آجال الديون وتخفيضها بنسبة معينة . والهدف في هذه الحالة هو تقديم أكبر قدر من المساعدة للشركة وبالتالي تمكين الدائنين من الحصول على أكبر نسبة ممكنة من حقوقهم مع الشركة . وكمثال على ذلك ، افترض أن تسوية تتضمن أن تقوم الشركة بتسديد ٥٠ بالمئة من قروضها نقداً ، على أن تتبع ذلك بدفع ثلاثة أقساط مستقبلية يساوي كل منها إلى ١٢ بالمئة من قيمة الديون المتبقية . هذا يعني أن النسبة من اجمالي الديون التي يجري تسديدها هي ٨٦ بالمئة . وتؤخذ عادة أوراق دفع بالأقساط المتوجب دفعها .

### Reorganization اعادة تنظيم الشركة

قد لا تكون الآفاق المستقبلية للشركة واعدة كثيراً ، ولكنه مازال من الأفضل الابقاء على الشركة على قيد الحياة واعداد تأهيلها بدلاً من تصفيتها . تتضمن عملية اعادة التنظيم اعادة هيكله لرأسمال الشركة Restructuring of Capital Structure بهدف استبدال الأوراق المالية التي تحمل فائدة ثابتة (سندات الدين والقروض) بأسهم عادية ، لتخفيض الالتزامات المالية الثابتة على الشركة . ينتج عن هذه العملية تخفيض لديون الشركة . ويعتمد قرار اعادة التنظيم على الربحية المتوقعة للشركة ، وبالتالي عما إذا كانت قيمة الشركة كمؤسسة مستمرة أكبر من قيمتها التصفوية .

من الناحية الاجرائية تعين المحكمة مؤتمناً Trustee لإدارة الشركة حتى اتمام عملية اعادة التنظيم . تشمل مسؤوليات المؤتمن إعداد خطة اعادة التنظيم بعد بحثها ومناقشتها مع لجان مشكلة من المساهمين والمقرضين ، كما تشمل وضع الخطة موضع التنفيذ بعد الموافقة عليها . ويجب أن يتوفر في خطة اعادة التنظيم شرطان هما : العدالة Fairness والجدوى Feasibility . يتطلب شرط العدالة أن يتم التعامل مع حملة الأوراق المالية المختلفة بحسب أولوية حقوقها Priority of Claims . فمثلاً لا يتم التعامل مع حملة الأسهم العادية إلا بعد أن تكون قد تمت تسوية أوضاع حملة السندات والأسهم التفضيلية

قبل ذلك . أما شرط الجدوى فيتطلب أن يكون هناك نوع من التوازن بين القوة الإيرادية للشركة وهيكل التمويل Financial Structure، أي أن يكون هناك توازن ما بين الأرباح المتوقعة والالتزامات المالية الثابتة . بكلام آخر، أن يسمح هيكل التمويل الجديد للأرباح المتوقعة بأن تغطي الالتزامات المالية الثابتة بعدد كاف من المرات .

### خطة اعادة التنظيم Reorganization Plan

كما ذكر سابقاً يطلب من المؤتمن المعين لإدارة الشركة إعداد خطة لإعادة تنظيم الشركة . تتضمن خطة اعادة التنظيم ثلاثة جوانب هي : تقدير قيمة اجمالية للشركة، اقتراح هيكل رأسمال جديد للشركة، وتحديد كيفية استبدال الأوراق المالية القديمة بأوراق مالية جديدة .

يتم تقدير قيمة الشركة باستعمال الطريقة التي تم بحثها في فصل التقييم، أي خصم الأرباح المستقبلية المتوقعة بعد طرح أي استثمارات ضرورية للمحافظة على مقدرة الشركة على توليد هذه الأرباح . يتطلب ذلك إعداد تقديرات للمبيعات وتكاليف التشغيل المستقبلية وبالتالي تيار الأرباح الصافية المتوقعة، تحديد معدل الخصم المناسب، ومن ثم حساب القيمة بخصم الأرباح . إن القيمة الناتجة تمثل أحسن تقدير Best Estimate للقيمة الممكنة للشركة . إن هذه القيمة يجب تعديلها بزيادتها إذا كان لموجودات الشركة قيمة تصفوية كبيرة في السوق . بالطبع إن مساهمي الشركة سيسعون بكل طاقتهم للوصول إلى أكبر قيمة ممكنة للشركة لأن ذلك قد يسمح لهم بالاحتفاظ بجزء من ملكية الشركة، إذا كان ذلك ممكناً على الاطلاق .

لعلّ أصعب جوانب عملية اعادة التنظيم هو اقتراح هيكل رأسمال جديد يخفض الالتزامات المالية الثابتة على الشركة ويعطيها نسبة تغطية كافية لفوائد الديون Interest Coverage Ratio . ولتخفيض هذه الالتزامات يجب تخفيض ديون الشركة ذات الفائدة الثابتة واستبدالها بأسهم تفضيلية وأسهم عادية . كذلك يجب العمل على تعديل شروط الديون المتبقية لتخفيف أعبائها المالية الدورية على الشركة وذلك بتمديد آجال الاستحقاق، تخفيض معدل الفائدة، وتخفيض دفعات صندوق تسديد الديون Sinking Fund . ويعتبر اختيار نسبة الدين إلى الملكية المناسبة الجديدة أهم قرار في عملية إعادة

هيكله الرأسمال. فكلما كانت نسبة المديونية الحالية للشركة كبيرة وكانت احتياجات التمويل المستقبلية كبيرة أيضاً، كان من الأفضل اختيار نسبة مديونية أصغر. ذلك لأن قاعدة ملكية واسعة تكون قادرة على استيعاب الدائنين الحاليين وتأمين أسباب الحصول على تمويل مستقبلي.

يتعلق الجانب الثالث في خطة إعادة التنظيم بتقييم الأوراق المالية القديمة واستبدالها بأوراق مالية جديدة. وتعتمد عملية الاستبدال في أساسها على قاعدة أولوية حقوق الأوراق المالية المختلفة. أي أنه يجب تسوية حقوق حملة السندات المضمونة Secured Bonds واستبدال كامل قيمتها الإسمية بأوراق مالية أخرى في هيكل الرأسمال الجديد أولاً، ثم تسوية حقوق حملة السندات غير المضمونة، ثم حقوق حملة الأسهم التفضيلية فحقوق حملة الأسهم العادية، وبهذا الترتيب. بالطبع إن القيمة المقدرة للشركة في الجانب الأول لإعادة التنظيم تحدد عدد الأوراق المالية التي يمكن إصدارها في هذه العملية. وسنوضح كافة جوانب خطة إعادة التنظيم باستعمال مثال رقمي.

#### مثال رقمي

لنفترض أن هيكل الرأسمال الحالي لشركة تواجه صعوبات مالية وهي الآن قيد إعادة التنظيم هو كما يلي:

الف دينار	
١٢,٠٠٠	سندات دين مضمونة
١٠,٠٠٠	سندات دين
٢,٠٠٠	أسهم تفضيلية
١٦,٠٠٠	أسهم عادية
<u>٤٠,٠٠٠</u>	

ولنفترض أن القيمة التصفوية للشركة إذا تم بيع موجوداتها كافة في السوق يقدر بـ ٢٠ مليون دينار. بعد إجراء دراسات واسعة حول المبيعات والتكاليف المستقبلية، قدّر المؤتمن على إعادة تنظيم الشركة أن الأرباح الصافية السنوية التي يتوقع الحصول عليها تساوي إلى ٢,٤ مليون دينار. كذلك تم تحديد نسبة ١٠ بالمئة كمعدل الخصم المناسب.

وبخصم التدفقات النقدية قدرت قيمة الشركة إذا استمرت في العمل بـ ٢٤ مليون دينار (٤, ٢ مليون دينار ÷ ١٠, ٠). إن قيمة الشركة إذا بقيت على قيد الحياة أكبر من قيمتها مية، وبالتالي فإن إعادة تنظيم الشركة وإعادة تأهيلها أكثر جدوى من تصفيتها. وبناء على ذلك اقترح المؤتمن هيكل الرأسمال الجديد التالي:

الف دينار	
٤,٨٠٠	سندات دين
٢,٤٠٠	أسهم تفضيلية
١٦,٨٠٠	أسهم عادية
<u>٢٤,٠٠٠</u>	

ويلاحظ أن نسبة المديونية (نسبة الدين إلى الملكية) المقترحة في هيكل الرأسمال الجديد تساوي إلى ٢٠ بالمئة، بالمقارنة مع ٥٥ بالمئة في هيكل الرأسمال القديم. إن تخفيض نسبة المديونية يعني تخفيض الالتزامات المالية الثابتة على الشركة، ما يساعدها على التغلب على صعوباتها المالية. وتحدد نسبة المديونية في هيكل الرأسمال الجديد أيضاً كيفية استبدال الأوراق المالية القديمة بأوراق مالية جديدة. بالتحديد يبين المثال الرقمي المقدم أعلاه أن سندات الدين المضمونة في هيكل الرأسمال القديم والبالغة قيمتها ١٢,٠٠٠ ألف دينار يتم استبدالها في هيكل الرأسمال الجديد بـ ٤,٨٠٠ ألف دينار سندات دين، ٢,٤٠٠ ألف دينار أسهم تفضيلية، و ٤,٨٠٠ ألف دينار أسهم عادية. وتستبدل سندات الدين القديمة البالغة قيمتها ١٠,٠٠٠ ألف دينار بما يعادل هذه القيمة من الأسهم العادية في هيكل الرأسمال الجديد. كذلك تستبدل الأسهم التفضيلية القديمة بما يساوي قيمتها البالغة ٢,٠٠٠ ألف دينار من الأسهم العادية الجديدة. أما حملة الأسهم العادية القدامى (في هيكل الرأسمال القديم) فلا يحصلون على شيء.

يتضح مما تقدم نقطتان هامتان هما أولاً: أنه من مصلحة المساهمين الحاليين لشركة قيد إعادة التنظيم أن يتم تقدير قيمتها بأكثر ما يمكن حتى يتمكنوا من الإبقاء ولو على جزء من ملكيتهم للشركة بعد إعادة تنظيمها. ثانياً: إن خطر الاستثمار في الأسهم العادية أعلى بكثير من خطر الاستثمار في السندات والأسهم التفضيلية، لأن حملة الأسهم العادية قد

يخسرون كل شيء في بعض حالات إعادة التنظيم عندما يكون حجم الديون كبيراً و/أو قيمة الشركة المقدرة صغيرة.

ولعلّه تجب الإشارة إلى أن نتائج تخصيص الأوراق المالية في هيكل الرأسمال الجديد، قد تكون أكثر قسوة على حملة الأوراق المالية القديمة إذا كانت القيمة المقدرة للشركة صغيرة. لا يوضح ذلك، افترض أن القيمة المقدرة للشركة المبحوثة في المثال المقدم أعلاه تساوي إلى ٢٢ عوضاً من ٢٤ مليون دينار. في هذه الحالة لن يحصل حملة الأسهم التفضيلية كما هي الحال بالنسبة لحملة الأسهم العادية على أية أوراق مالية في الشركة بعد إعادة تنظيمها، أي أنهم يخسرون كل شيء أيضاً.

### تصفية الشركة Liquidation

إذا لم يكن هناك أي أمل بإمكانية استعادة الشركة لربحيتها والتغلب على مصاعبها المالية، وإذا كانت قيمتها التصفوية أكبر من قيمتها كمؤسسة مستمرة، فإن الحل يكون بتصفية موجودات الشركة وتسوية ديونها وإسقاط حقوق الدائنين كلياً. وتتطلب هذه العملية السير بإجراءات قضائية يعلن فيها عن إفلاس الشركة وتجري تصفية موجوداتها بشكل منظم. ومن الممكن أن يتم الإفلاس برغبة الشركة إذا أرادت، بتقديم طلب إفلاس إلى المحكمة المختصة.

عند إشهار إفلاس الشركة، تقوم المحكمة بتعيين خبير (أو محكم Referee) ليقوم بإدارة الشركة مؤقتاً ويدعو الدائنين إلى اجتماع. ويكون المحكم عادة محامياً، ويقوم بالاجتماع بالدائنين والتحقق من صحة وقانونية مطالبهم. ويتشاور الخبير كذلك مع الدائنين لاختيار مؤتمن الإفلاس Trustee in Bankruptcy الذي سيكون مسؤولاً عن تصفية موجودات الشركة وتوزيع أرباح تصفية موجودات الشركة Liquidating Dividends على الدائنين تحت إشراف المحكمة. وتوجد أولوية للحقوق Priority of Claims معينة يجب اتباعها في توزيع القيمة التصفوية للشركة. ويجيء على رأس هذه الأولويات المصاريف الإدارية والقانونية المتعلقة بعملية الإفلاس، الرواتب والأجور غير المدفوعة وحتى حد معين لكل عامل، والضرائب المستحقة. ويجب تسديد هذه المستحقات قبل أن يستفيد الدائنون من أي توزيع. بالنسبة للدائنين المضمونين بموجودات معينة مرهونة لأمر الأوراق المالية التي

يحملونها، تستحق لهم القيمة التصفوية لهذه الموجودات. وإذا بقي جزء من الديون المضمونة غير مسدد، فيدرج مع الدائنين العامين General Creditors. أما الدائنون العامون فيتم توزيع أرباح التصفية عليهم على أساس النسبة والتناسب Pro-Rata Basis من قيمة التصفية للموجودات الحرة. وإذا بقي فائض من قيمة التصفية بعد تسديد حقوق الدائنين العامين، فيتم توزيعه على حملة الأسهم الممتازة فحملة الأسهم العادية. وسيتم ايضاح هذه العملية باستعمال مثال رقمي.

#### مثال رقمي

يقدم فيما يلي الميزانية العمومية لشركة الأمن الغذائي المحدودة عند اشهار إفلاسها. وتظهر حقوق الدائنين على الجانب الأيسر من الميزانية. استطاع مؤتمن الإفلاس أن يحقق ٣,٠٠٠ ألف دينار من تصفية الموجودات المتداولة و ٥,٠٠٠ ألف دينار من تصفية الموجودات الثابتة، أو ما مجموعه ٨,٠٠٠ ألف دينار. بلغت المصاريف الإدارية والقانونية المتعلقة باجراءات الإفلاس ١,٠٠٠ ألف دينار. أما الأجور والرواتب المستحقة فقدرت بـ ١,٢٠٠ ألف دينار. بلغت حصيلة تصفية الموجودات المرهونة لصالح السندات المضمونة ١,٦٠٠ ألف دينار.

#### الميزانية العمومية لشركة الأمن الغذائي المحدودة عند افلاسها (ألف دينار)

١,٨٠٠	حسابات دائنة	٥,٢٠٠	الموجودات المتداولة
١,٢٠٠	رواتب وأجور متأخرة		
٢,٢٠٠	قروض مصرفي		
٥,٢٠٠	اجمالي المطالب المتداولة		
٢,٠٠٠	سندات دين مضمونة		
١,٢٠٠	سندات دين		
٢,٠٠٠	أسهم تفضيلية		
٨,٠٠٠	أسهم عادية	١٠,٤٠٠	صافي الموجودات الثابتة
(٢,٨٠٠)	أرباح محتجزة		
<u>١٥,٦٠٠</u>		<u>١٥,٦٠٠</u>	

كما ذكرنا سابقاً يجب أولاً تسديد الحقوق التي لها أولوية على الدائنين العامين والتي تشمل مصاريف التفليسة والرواتب والأجور المتأخرة والضرائب والديون المضمونة والتي تدعى الحقوق ذات الأولوية Priority Claims. ويتم ذلك كما يلي:

ألف دينار	
٨,٠٠٠	حصيلة تصفية كافة موجودات الشركة
١,٠٠٠	ناقص: مصاريف التصفية
١,٢٠٠	الرواتب والأجور المتأخرة
١,٦٠٠	السندات المضمونة (تسدد من تصفية الموجودات المرهونة لصالحها)
<u>٤,٢٠٠</u>	المبلغ الباقي المتاح للتوزيع على الدائنين العامين

وتشمل حقوق الدائنين العامين الحسابات الدائنة، القرض المصرفي، الجزء غير المسدد من قيمة سندات الدين المضمونة والبالغ ٤٠٠ ألف دينار (٢,٠٠٠ ألف قيمة السندات ناقص ١,٦٠٠ ألف دينار قيمة تصفية الموجودات المرهونة لصالحها)، وسندات الدين، أي ما مجموعه ٥,٦٠٠ ألف دينار. وبما أن حقوق الدائنين العامين تتجاوز المبلغ المتاح للتوزيع عليهم، فإن ذلك يعني أن هذه الحقوق ستسدد على أساس النسبة والتناسب، أي بنسبة ٧٥ بالمئة (٤,٢٠٠ ÷ ٥,٦٠٠) من قيمتها. ويتم تسوية كل من هذه الديون على الشكل المبين أدناه:

قيمة التسوية (ألف دينار)	حقوق الدائنين العامين (ألف دينار)	
١,٣٥٠	١,٨٠٠	حسابات دائنة
١,٦٥٠	٢,٢٠٠	قرض مصرفي
٣٠٠	٤٠٠	سندات دين مضمونة
٩٠٠	١,٢٠٠	سندات دين
<u>٤,٢٠٠</u>	<u>٥,٦٠٠</u>	

يلاحظ أنه في هذه الحالة لا يتبقى أي شيء من القيمة التصفوية للشركة للتوزيع على

حملة الأسهم التفضيلية وحملة الأسهم العادية . لكنه لو تبقي شيء ، فيجب استعماله لتسوية حقوق حملة الأسهم التفضيلية أولاً ، ومن ثم حملة الأسهم العادية . إن المثال المقدم أعلاه يوضح الأهداف الرئيسية لإعلان إفلاس الشركة ألا وهي تصفية موجوداتها بشكل منتظم وتوزيع الحصيلة على الدائنين بشكل عادل .

### تطبيقات إعادة تنظيم الشركة على الحاسبات الشخصية

تستعمل الكمبيوتر بشكل واسع في مجال إعادة تنظيم الشركة المتعثرة إذا كان هناك أمل في استمراريتها بشكل راجح . وسنعدد فيما يلي أنواع الحسابات التي يمكن إجراؤها على برامج الجداول الألكترونية على الكمبيوتر، حيث تتأمن السرعة والدقة والسهولة والتنوع في الحساب . أولاً: يمكن إجراء حسابات التنبؤ بالمبيعات المستقبلية، التكاليف الثابتة والمتغيرة، والأرباح الناتجة عن العمليات، والأرباح الصافية . ويمكن هنا حساب عدة تصورات (سيناريوهات) للأرباح على ضوء عدة مستويات محتملة للمبيعات والتكاليف . ثانياً: بالإمكان حساب القيمة الحالية للشركة بخضم الأرباح المستقبلية المتوقعة . وهنا أيضاً يمكن حساب عدة قيم ممكنة للشركة على ضوء تصورات الأرباح المستقبلية المقدرة وباستعمال عدة تقديرات لتكلفة الرأسمال (معدل الخصم) للتوصل إلى قيمة للشركة تكون الأكثر معقولة . ثالثاً: من الممكن إعادة هيكلة رأسمال الشركة باستعمال عدة نسب مديونية وانتقاء هيكل الرأسمال الجديد الأكثر ملاءمة من حيث الموازنة ما بين تلبية احتياجات جميع فئات الدائنين وحملة الأسهم على البقاء في الشركة ومقدرة الشركة على سداد ديونها واجتذاب تمويل (دين وملكية) جديد في المستقبل .

## ملخص

تمنى بعض شركات الأعمال بالفشل لأسباب متعددة أهمها سوء الإدارة الذي يعني عدم كفاية السياسات التشغيلية والاستثمارية والتمويلية للشركة. وينتج عن ذلك صعوبات مالية تواجه الشركة تبدأ بفقدان الشركة لملاءتها المالية، لعدم مقدرتها على تسديد التزاماتها الجارية، وتنتهي إلى الإفلاس إذا لم تتم معالجتها. والإفلاس هو الوضع الذي تكون فيه موجودات الشركة غير كافية لتغطية مطالبها، لأن جزءاً من أو كامل حقوق المساهمين يصبح سالباً.

وتختلف طرق معالجة الشركات التي تواجه مشاكل مالية بحسب درجة الفشل التي وصلت إليها. فإذا كانت الآفاق المستقبلية للشركة ما زالت واعدة، وهناك رغبة من قبل الدائنين في التعاون مع الشركة للإبقاء على عميل مربح على المدى البعيد، قد يعرض الدائنون تقديم تنازلات طوعية إلى الشركة. تتضمن التنازلات الطوعية تمديد فترة استحقاق الديون، أو تخفيض قيمة الديون بنسبة معينة، أو مزيج من الاثنين. وإذا كانت الآفاق المستقبلية للشركة لا تعد بالكثير من الخير، لكن الدائنين يفضلون الإبقاء على الشركة لأن قيمتها كمؤسسة مستمرة أكبر من قيمتها التصفوية، فإن الحل يكون بإعادة تأهيل الشركة من خلال إعادة تنظيمها. وتهدف عملية إعادة التنظيم إلى إعادة هيكلة رأسمال الشركة لتخفيض نسبة المديونية وبالتالي تخفيض حجم الالتزامات المالية الثابتة على الشركة.

وأخيراً إذا لم يكن هناك أي أمل بإمكانية استعادة الشركة لربحيتها والتغلب على مصاعبها المالية وكانت قيمتها التصفوية أكبر من قيمتها كمؤسسة مستمرة، فإن الحل يكون بتصفية الشركة. وتتطلب عملية التصفية الدخول في اجراءات قانونية تتضمن اعلان إفلاس الشركة، تصفية موجوداتها على مهل وبشكل منتظم، توزيع حصيلة التصفية على الدائنين بشكل عادل. والعدالة في التوزيع تعني هنا اتباع أولوية للحقوق معينة تتناسب مع الحقوق القانونية لكل نوع من الأوراق المالية.

## مسائل تطبيقية على (الفصل ٢٢): الإفلاس وإعادة تنظيم الشركة

٢٢ - ١ - تعاني سينما الأهرام من صعوبات متزايدة في تسديد التزاماتها الثابتة المالية والتشغيلية. فقد تدهورت ربحية السينما في الأعوام السابقة بسبب المنافسة الشديدة من التلفزيون وبسبب عدم مقدرتها على عرض أحدث الأفلام وعدم اعتناء الإدارة بتجديد الصالة. وقد انقلبت الأرباح الهامشية إلى خسائر في السنتين الأخيرتين. لكن الأرض التي تقع عليها السينما في وسط المدينة تعتبر ذات قيمة كبيرة. تقدر القيمة التصفوية الاجمالية للسينما بـ ٥ مليون دينار.

بعد مباحثات ومناقشات مطولة مع الدائنين، قررت إدارة السينما اللجوء إلى التصفية الاختيارية للشركة، وتم تعيين مؤتمن بمعرفة الدائنين للإشراف على تصفية ممتلكات الشركة، ويتقاضى ٢٠٠,٠٠٠ دينار أتعاب على خدماته. لدى الشركة قرض قائم قيمته ٢ مليون دينار برهنية على الآلات المستخدمة لعرض الأفلام، لكن هذه الآلات لا يمكن بيعها بأكثر من ١ مليون دينار. كذلك توجد ضرائب عقارية مستحقة على السينما لوزارة المالية قيمتها ٣٠٠,٠٠٠ دينار.

فيما يلي لائحة بحقوق الدائنين والمساهمين:

دائنون عامون	١,٧٥٠,٠٠٠ دينار
قروض مضمونة برهنية على الآلات	٢,٠٠٠,٠٠٠
سندات دين	١,٠٠٠,٠٠٠
أسهم عادية	٥,٠٠٠,٠٠٠
المطلوب	

ما هو المبلغ الذي يمكن أن يحصل عليه كل من الدائنين والمساهمين من تصفية الشركة؟

٢٢ - ٢ - تخضع شركة المقاولات المحدودة لعملية تصفية . فيما يلي لائحة بالقيم الدفترية والتصفوية لموجوداتها .

الأصل	قيمة دفترية (ألف دينار)	قيمة سوقية (ألف دينار)
نقد	٧٠٠	٧٠٠
حسابات مدينة	٢,٠٠٠	١,٦٠٠
مخزون	٣,٥٠٠	٢,٠٠٠
بناء الإدارة	٥,٠٠٠	٣,٠٠٠
بناء المعمل	٨,٠٠٠	٥,٠٠٠
التجهيزات والآلات	٧,٠٠٠	٣,٠٠٠
المجموع	٣٦,٢٠٠	١٥,٣٠٠

أما المطلوبات وحقوق المساهمين فهي كالآتي :

حسابات دائنة	٢,٠٠٠
ضرائب دخل متأخرة	٧٠٠
أوراق دفع (ب ٧ بالمئة)	١,٠٠٠
أجور متأخرة	٥٠٠
اجمالي المطلوبات المتداولة	٤,٢٠٠
قرض برهنية على مكاتب الإدارة	٣,٠٠٠
قرض برهنية أولى على بناء الصالة	٣,٠٠٠
قرض برهنية ثانية على بناء الصالة	٢,٠٠٠
سندات دين	٥,٠٠٠
اجمالي الديون الطويلة الأجل	١٣,٠٠٠
أسهم تفضيلية	٥,٠٠٠
أسهم عادية	٧,٠٠٠
أرباح محتجزة	(٣,٠٠٠)
اجمالي حقوق المساهمين	٩,٠٠٠
اجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	٢٦,٢٠٠

يتوقع أن تصل تكاليف التصفية (أتعاب محامين ومحاكم ونفقات أخرى) إلى ٢٠ بالمئة من المبالغ المستحصل عليها من تصفية الموجودات. إن سندات الدين تجيء في ترتيب الأولوية بعد قرض الرهينة الأولى. إن الأجر والضرائب المتأخرة يجب أن تسدد قبل عمل أية توزيعات.

المطلوب

كيف يجب أن يتم توزيع القيمة التصفوية للشركة؟

٢٢ - ٣ - نظراً لانخفاض المبيعات وارتفاع التكاليف نتج لدى شركة تصنيع الأدوات الدقيقة خسارة كبيرة عام ١٩٩٦. فيما يلي أحدث ميزانية عمومية وجدول لمبيعات وأرباح الشركة:

شركة تصنيع الأدوات الدقيقة

ميزانية عمومية

في ٣١/١٢/١٩٩٦

(ألف دينار)

٤٥٠	مطلوبات متداولة	٣٧٥	موجودات متداولة
٢٢٥	سندات دين	٣٧٥	موجودات ثابتة
١٥٠	الرأسمال المدفوع		
٧٥ -	أرباح محتجزة		
<u>٧٥٠</u>	اجمالي الحقوق	<u>٧٥٠</u>	اجمالي الموجودات

الأرباح بعد الضريبة (ألف دينار)	المبيعات (ألف دينار)	السنة
٢٦٢,٥	٢,٦٢٥	١٩٩٣
٢٢٥,٠	٢,٤٠٠	١٩٩٤
٧٥,٠ -	١,٤٢٥	١٩٩٥
١١٢,٥ -	١,٣٥٠	١٩٩٦

قدرت القيمة التصفوية للشركة بـ ٦٠٠,٠٠٠ دينار من خلال دراسة مستقلة قام بها خبراء في التمويل. كبديل للتصفية، تعتقد الإدارة أنه من الممكن إعادة تنظيم الشركة إذا تم استثمار ٣٠٠,٠٠٠ دينار إضافية للتخلص من بعض الاختناقات في العمليات الانتاجية. إن الإدارة واثقة من أنه إذا تم عمل هذه الاستثمارات فإن الشركة ستعود إلى ربحيتها وتحقق أرباحاً صافية متوقعة تبلغ ١٢٥,٠٠٠ دينار سنوياً. إن نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم (المضاعف أو PE Ratio) المناسبة هي ٨ مرة. تتفاوض الإدارة حالياً مع مجموعة مستثمرين للحصول على مبلغ الـ ٣٠٠,٠٠٠ دينار المطلوب. إذا تم الحصول على الأموال، فإن حملة سندات الدين سيتمنحون نصف الأسهم العادية مقابل السندات التي يحملونها حالياً في عملية إعادة هيكلة رأسمال الشركة.

المطلوب

هل يجب على الدائنين قبول إعادة تنظيم الشركة، أو أنه يجب عليهم إجبارها على التصفية؟

٢٢ - ٤ - تعاني شركة الصناعات التحويلية المحدودة منذ عدة أشهر صعوبات في مواجهة التزاماتها المستحقة وقد فشلت محاولاتها كافة لزيادة الرأسمال العامل، واشتد ضغط المقرضين عليها لتخلفها عن تسديد دفعات القرض والفائدة. يوجد لدى الشركة قروض برهنية على المعامل من البنك الأهلي التجاري. كما أن شركة التأمين العربية المحدودة تحمل سندات دين الشركة، التي يجيء ترتيب أولويتها بعد أوراق الدفع إلى البنك.

قام البنك مؤخراً بتجميد ودائع الشركة البالغة ٧٥٠,٠٠٠ دينار بسبب تشاؤمه الكبير حول الآفاق المستقبلية للشركة، مما أجبر الشركة على إعادة التنظيم أو الإفلاس. أما شركة التأمين فقد استطاعت أن تجد مستثمراً يرغب بشراء الشركة، وقد عرض أن يتحمل قرض الرهنية، أن يسدد كل الضرائب المتأخرة، وأن يدفع ٣,٤ مليون دينار نقداً للشركة.

بلغت مبيعات الشركة ٢٠ مليون دينار وأرباحها ١,٢٩٤,٠٠٠ دينار في عام ١٩٩٦. إن نسبة سعر السهم إلى الأرباح بالسهم (PE Ratio) المناسبة هي ١٠ مرة. فيما يلي الميزانية العمومية للشركة في نهاية عام ١٩٩٦.

شركة الصناعات التحويلية المحدودة  
 الميزانية العمومية  
 نهاية ١٩٩٦/١٢/٣١ (ألف دينار)

٢,٠٠٠	حسابات دائنة	٣,٠٠٠	موجودات متداولة
٢٠٠	ضرائب متأخرة	١٢,٠٠٠	صافي المعامل والآلات
٢٥٠	أوراق دفع للبنك	٢,٨٠٠	موجودات أخرى
١,٣٥٠	مطلوبات متداولة أخرى		
<u>٣,٨٠٠</u>	اجمالي المطلوبات المتداولة		
٨,٠٠٠	قروض برهنية		
٥,٠٠٠	سندات دين		
١,٠٠٠	أسهم عادية		
٢,٠٠٠	علاوة اصدار		
٢,٠٠٠ —	أرباح محتجزة		
<u>١٧,٨٠٠</u>	اجمالي الحقوق	<u>١٧,٨٠٠</u>	إجمالي الموجودات

المطلوب

- أ - ما هو تأثير إعادة تنظيم الشركة على حقوق الدائنين؟ بين قيمة حقوق الدائنين قبل وبعد إعادة التنظيم.  
 ب - هل تعتقد أن العرض الذي قدمه المستثمر لشراء الشركة عرض عادل؟ حلل قياساً على حساباتك للقيمة المرسمة (Capitalized Value) للشركة.