

كلية العلوم الإقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم: العلوم المالية والمحاسبة  
الرقم التسلسلي: ...../ 2019

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)  
دفعة: 2019

الميدان: علوم إقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير  
الشعبة: العلوم المالية والمحاسبة  
التخصص: مالية المؤسسة

دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية  
للمؤسسة الاقتصادية  
دراسة حالة: شركة الإسمنت - تبسة -

تحت إشراف الأستاذ  
يوسف عبايدية

من إعداد الطالبين  
- عمر بوقطاية  
- محمد فرحاتي

نوقشت أمام اللجنة المكونة من الأساتذة

الصفة	الرتبة العلمية	الإسم واللقب
رئيسا	أستاذ مساعد - أ -	فيصل زمال
مشرفا ومقرا	أستاذ محاضر - ب -	يوسف عبايدية
عضوا مناقشا	أستاذ مساعد - أ -	حسام مسعودي

السنة الجامعية: 2019/2018



## جامعة العربي التبسي - تبسة

كلية العلوم الإقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

الرقم التسلسلي:...../2019

قسم: العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)  
دفعة: 2019

الميدان: علوم إقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير

الشعبة: العلوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

### دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية

### للمؤسسة الاقتصادية

### دراسة حالة: شركة الإسمنت - تبسة -

تحت إشراف الأستاذ

يوسف عبايدية

من إعداد الطالبين:

- عمر بوقطاية

- محمد فرحاتي

نوقشت أمام اللجنة المكونة من الأساتذة

الصفة	الرتبة العلمية	الإسم واللقب
رئيسا	أستاذ مساعد - أ -	فيصل زمال
مشرفا ومقررا	أستاذ محاضر - ب -	يوسف عبايدية
عضوا مناقشا	أستاذ مساعد - أ -	حسام مسعودي

# الإهداء

لك الحمد لله ربي على عظيم فضلك وكثير عطائك.  
أنه لا يسعني في هذه اللحظات التي لعلني لا أملك  
أعلى منها أن أهدي ثمرة هذا العمل المتواضع إلى:  
الذي يخفق له قلبي باستمرار، ضياء قلبي ونور بصري

"محمد صلى الله عليه وسلم"

الوالدين الكريمين اللذان ضحى من أجلي بكل ما يملكون  
اسأل الله العظيم أن يرحمهما ويجعلهما من أهل الجنة.  
الأعمدة التي أظل أرتكز عليها للصمود: إخوتي وأخواتي.  
الذين أحاطوني بمساعدتهم ويحبهم: أهلي وأقاربي.  
المعادلة التي ترسم حياتي أصدقائي.  
من قضى زهرة شبابه في محراب العلم المقدس.

عمر بوقطاية

محمد فرحاتي

# شكر وعرفان

ما زالت الكتابة تسجل بألفاظها خلجات النفوس ونبضات القلوب،

لذلك كان لابد من كتابة هذه العبارات التي أبدؤها بالشكر وعظيم الامتنان لرَبنا وحده

الذي نصرنا وأيدنا بقدرته.

ثم نتقدم بشكرنا الجزيل، وتقديرنا الكبير إلى ما كنت نصائح نورا ساطعا في ظلمات الحياة،

ووقوفه إلى جانبنا، قدرا واحتراما ودفعا الأمام الأستاذ المشرف يوسف عبايدية.

كما نتوجه بخالص شكرنا وتقديرنا إلى كل من ساعد من قريب أو بعيد على إنجاز هذا العمل

كما نشكر كل:

الأساتذة الذين تابعونا طيلة مشوارنا الدراسي ابتداء من المستوى الابتدائي وصولا إلى الجامعة

وإلى كل من ساعدنا من قريب أو بعيد، ولو بكلمة لإتمام هذا العمل القيم.

والحمد لله الذي تمت بنعمته الصالحات.

# الفهرس العام

الفهرس العام

الصفحة	البيان
	شكر و عرفان
	الإهداء
II-I	فهرس المحتويات
III	فهرس الجداول
IV	فهرس الأشكال
V	فهرس الملاحق
أ - د	مقدمة
<b>الفصل الأول: الإطار النظري للدراسة</b>	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: تحليل الهيكل التمويلي الأمثل
3	المطلب الأول: ماهية هيكل التمويل الأمثل
5	المطلب الثاني: مناهج ومحددات الهيكل التمويلي
8	المطلب الثالث: مصادر وسياسات الهيكل التمويلي
12	المطلب الرابع: النظريات المفسرة للهيكل التمويلي الأمثل ونسبه
17	المبحث الثاني: المرونة المالية ومدى إرتباطها بالهيكل التمويلي الأمثل
17	المطلب الأول: تعريف المرونة المالية وأدوات قياسها
20	المطلب الثاني: مؤشرات المرونة المالية
24	المطلب الثالث: علاقة الهيكل التمويلي الأمثل بمؤشرات المرونة المالية
24	المبحث الثالث: الدراسات السابقة وما يميز الدراسة الحالية
25	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية
29	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
32	المطلب الثالث: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة
33	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت - تبسة -</b>	

35	تمهيد
36	المبحث الأول: تقديم مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة-
36	المطلب الأول: التعريف بمؤسسة إسمنت -تبسة-
37	المطلب الثاني: أهداف المؤسسة وإمكانياتها
40	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي وتصنيف الوظائف
43	المبحث الثاني: عرض وتحليل نتائج الدراسة
43	المطلب الأول: عرض الميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت -تبسة- خلال للفترة (2015-2018)
48	المطلب الثاني: تحليل الميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت -تبسة-
53	المطلب الثالث: تقييم مؤسسة إسمنت -تبسة- بإستخدام مؤشرات المرونة المالية وأدوات قياسها للفترة 2015-2015
60	المبحث الثالث: إختبار الفرضيات ومناقشة نتائج الدراسة
60	المطلب الأول: إختبار فرضيات الدراسة
61	المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة
64	خلاصة الفصل
66	الخاتمة
69	قائمة المراجع
73	الملاحق

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	نسبة مساهمات مؤسسة إسمنت -تبسة-	36
02	الإمكانيات البشرية لمؤسسة إسمنت -تبسة-	39
03	الميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة- 2015	44
04	الميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة- 2016	45
05	الميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة- 2017	46
06	الميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة- 2018	47
07	تقييم الهيكل التمويلي لمؤسسة إسمنت -تبسة- بإستعمال مؤشرات التوازن	49
08	نسب الهيكل التمويلي لمؤسسة إسمنت -تبسة- 2015-2018	51
09	نسبة السيولة في مؤسسة إسمنت -تبسة-	54
10	نسب الرافعة المالية في مؤسسة إسمنت -تبسة- 2015-2018	56
11	أدوات قياس المرونة المالية في مؤسسة إسمنت -تبسة- 2015-2018	58



الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
9	مصادر الهيكل التمويلي للمؤسسة الإقتصادية	01
41	الهيكل التنظيمي لمؤسسة إسمنت -تبسة-	02
44	التمثيل البياني للميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت -تبسة- 2015	03
45	التمثيل البياني للميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت -تبسة- 2016	04
46	التمثيل البياني للميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت -تبسة- 2017	05
47	التمثيل البياني للميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت -تبسة- 2018	06
49	تطور رأس المال العامل الوظيفي للفترة 2015-2018	07
50	تطور الإحتياج في رأس المال العامل الوظيفي 2015-2018	08
50	تطور الخزينة الصافية للفترة 2015-2018	09
51	تطور نسبة التمويل الدائم للفترة 2015-2018	10
52	تطور نسبة التمويل الذاتي للفترة 2015-2018	11
52	تطور نسبة الديون إلى رأس المال للفترة 2015-2018	12
53	تطور نسبة الديون إلى إجمالي الأصول للفترة 2015-2018	13
53	تطور نسبة الإستقلالية المالية للفترة 2015-2018	14
54	تطور نسبة السيولة العامة للفترة 2015-2018	15
55	تطور نسبة السيولة المختصرة 2015-2018	16
55	تطور نسبة السيولة الفورية للفترة 2015-2018	17
56	تطور نسبة الديون إلى مجموع الأصول للفترة 2015-2018	18
57	تطور نسبة الديون إلى حقوق الملكية للفترة 2015-2018	19
57	تطور نسبة هيكل رأس المال للفترة 2015-2018	20
58	تطور نسبة الموجودات النقدية للفترة 2015-2018	21
59	تطور نسبة قابلية الدين للفترة 2015-2018	22
59	تطور نسبة صافي التدفق النقدي للفترة 2015-2018	23

الرقم	عنوان الملحق	الصفحة
01	الإمكانيات البشرية لمؤسسة إسمنت -تبسة-	73
02	ميزانية مؤسسة إسمنت -تبسة- (جانب الأصول 2015)	74
03	ميزانية مؤسسة إسمنت -تبسة- (جانب الخصوم 2015)	75
04	ميزانية مؤسسة إسمنت -تبسة- (جانب الأصول 2016)	76
05	ميزانية مؤسسة إسمنت -تبسة- (جانب الخصوم 2016)	77
06	ميزانية مؤسسة إسمنت -تبسة- (جانب الأصول 2017)	78
07	ميزانية مؤسسة إسمنت -تبسة- (جانب الخصوم 2017)	79
08	ميزانية مؤسسة إسمنت -تبسة- (جانب الأصول 2018)	80
09	ميزانية مؤسسة إسمنت -تبسة- (جانب الخصوم 2018)	81

# المقدمة

## تمهيد

يتميز النشاط الإقتصادي للمؤسسة بحركية دائمة تديرها الإستثمارات المختلفة، وبإعتبار هذه الأخيرة العامل الأساسي الذي يسمح للمؤسسة بالبقاء والتطور، فإن المؤسسة الناجعة هي التي تحافظ على قدرتها الإنتاجية عن طريق تجديد إستثماراتها، بإتباعها سياسات وعوامل تمويلية تتماشى مع نشاط هذه المؤسسات، لتلبية حاجياتها المالية حفاظا على تنميتها وإستقرارها، ومسايرة للوتير المرتفعة في معدلات نمو المؤسسات.

كما يوجد امام المؤسسة الإقتصادية في وقتنا الراهن مصادر تمويل متعددة، تتباين في خصائصها، وتختلف في تكاليف وشروط الحصول عليها، وعليه أصبح من الضروري على الإدارة المالية في هذه المؤسسات أن تحدد بدقة بدائل التمويل المتاحة بغية المفاضلة بينها وإختيار المزيج التمويلي الأمثل بدلالة مجموعة من المعايير الكمية والكيفية التي تستجيب في مجملها لأهداف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

ورغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الإقتصادية وإختلاف أشكالها لا زال الإهتمام منصبا على تحقيق المرونة المالية، وذلك تجنباً للوقوع في أزمات مالية والعجز المالي. ويعتبر غالبية كبار مديري المؤسسات الإقتصادية في جميع أنحاء العالم، المرونة المالية على انها واحدة من أهم العوامل في صنع قرارات الهيكل التمويلي، إلا ان الغموض في تحديد المرونة المالية وقياسها أدى إلى إنتقادها على أنها أقل من عملية تقوم على المضاربة في قدرة المؤسسة على الإستجابة للأحداث المستقبلية وتخطي الأزمات غير المتوقعة، كما أنها تكون أكثر قدرة على إنتهاز فرص الإستثمار المربحة وغير المتوقعة، بعكس المؤسسات التي لا تتمتع بمرونة مالية حيث يصعب عليها مواجهة الأزمات غير المتوقعة، وغالبا ما يؤدي هذا على الحد من مصادرها النقدية اللازمة للتوسع أو سداد الديون المستحقة الأمر الذي قد يقود إلى الإفلاس.

ومن هذا المنطق حاولت هذه الدراسة الربط بين هيكل التمويل الأمثل وبين المرونة المالية، بهدف معرفة دور الهيكل التمويلي الأمثل على المرونة المالية في المؤسسة الإقتصادية.

## 1- مشكلة الدراسة

على ضوء الإهتمام المتزايد والتوجه الجديد للمؤسسات الإقتصادية نحو التسيير العقلاني لمصادر التمويل، التي تتنوع من أموال ملكية وأموال الإقتراض، وأيضا الإهتمام بالحلول المناسبة في كل مؤسسة لتجنب المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، المرتبطة بالبيئة الداخلية والبيئة الخارجية في المؤسسة، وكان

من الواجب تسليط الضوء على المرونة المالية في المؤسسة الإقتصادية، حيث كان من الممكن حصر إشكالية البحث ورسم معالمه الأساسية في التساؤل الجوهري التالي:  
كيف يساهم إختيار هيكل تمويلي أمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة-؟

وضمن سياق الإجابة عنه يمكننا طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- هل يساهم إختيار هيكل تمويلي في تحديد السيولة الملائمة في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض-تبسة-؟
- هل يساهم إختيار هيكل تمويلي أمثل في تحقيق الرفع المالي في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض-تبسة-؟
- هل يساهم إختيار هيكل تمويلي أمثل في تحقيق المزج بين السيولة والرفع المالي في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة-؟

## 2- فرضيات البحث

للإجابة عن الإشكالية الرئيسية ومختلف التساؤلات الفرعية، تنطلق الدراسة من الفرضيات التالية:

### • الفرضية الرئيسية

✓ يساهم إختيار هيكل تمويلي أمثل في تحقيق المرونة المالية لمؤسسة إسمنت ماء الأبيض-تبسة.

### • الفرضيات الفرعية

✓ يساهم إختيار هيكل تمويلي أمثل في تحديد السيولة الملائمة في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة.

✓ يساهم إختيار هيكل تمويلي أمثل في تحقيق الرفع المالي في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة.

✓ يساهم إختيار الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المزيج بين الرفع المالي والسيولة في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة-.

## 3- أهداف البحث

تهدف هذه الدراسة إلى:

- ✓ محاولة معرفة مدى تطابق الجانب النظري مع الجانب التطبيقي في الميدان؛
- ✓ التعرف على أهم محددات إختيار الهيكل التمويلي الأمثل، خاصة في قطاع إستراتيجي كقطاع الإسمنت؛

✓ تحليل وإختبار مدى مساهمة إختيار هيكل تمويلي أمثل لتحقيق مرونة مالية، في مؤسسة اسمنت الماء الابيض باعتبارها من المجمعات الصناعية.

#### 4- أهمية الدراسة

تأتي أهمية الدراسة من ضرورة إدراك أهمية الهيكل التمويلي الأمثل وأثره على المؤسسة الإقتصادية، والذي يعتبر من أهم العوامل في تحقيق المرونة المالية.

#### 5- أسباب إختيار الموضوع

هناك مجموعة من الإعتبارات والأسباب دفعت لإختيار موضوع البحث وهي:

- الرغبة الشخصية في دراسة هذ الموضوع؛
- حداثة موضوع المرونة المالية؛
- توفر المادة العلمية؛
- يندرج الموضوع ضمن التخصص؛

#### 6- حدود الدراسة

تمثلت حدود الدراسة فيمايلي:

- الحدود المكانية: أختصر المجال المكاني الذي تم إختياره للقيام بالدراسة الميدانية على مؤسسة إسمنت -تبسة- والكائن بالماء الأبيض -تبسة-؛

- الحدود الزمنية: الفترة الزمنية للتربص تمتد بين 2019/03/17 إلى 2019/04/16.

#### 7- المنهج المتبع في الدراسة

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة والتي تعكس إشكالية الدراسة، من أجل إختبار صحة الفرضيات المذكورة سابقا، فقد استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي فيما يخص الجانب النظري للتعريف بالمصطلحات المحيطة بموضوع البحث والتعرف على مختلف جوانبه، بالإضافة إلى منهج دراسة الحالة في ما يخص الجانب التطبيقي والتي تقوم على دراسة البيانات والمعلومات لعينة الدراسة على أساس أنها وحدة واحدة، والتي تهدف للوصول إلى معلومات محددة ومعقدة عن موضوع البحث وإيجاد المشكلات وإقتراح حلول لها، وهذا لتوضيح دور إختيار الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في المؤسسة الإقتصادية، إنطلاقا من المعلومات التي تحصلنا عليها من دراسة حالة مؤسسة إسمنت -تبسة-.

## 8 - هيكل البحث

وفقاً لأهداف الدراسة والفرضيات الموضوعية سيتم تقسيم البحث على النحو التالي:

الفصل الأول الذي جاء بعنوان أسس نظرية حول هيكل التمويل الأمثل والمرونة المالية في المؤسسة الإقتصادية، وسيتم التطرق من خلاله إلى الهيكل التمويلي والمرونة المالية، من حيث التعاريف والسياسات والعوامل والمؤشرات وغيرها، مع توضيح العلاقة بينهما في المطلب الثالث من المبحث الثاني، أما المبحث الثالث سيتم من خلاله عرض الدراسات السابقة وعلاقتها بالدراسة الحالية.

الفصل الثاني وجاء بعنوان الهيكل التمويلي ومساهمته لتحقيق مرونة مالية، سيتم فيه عرض الدراسة التطبيقية والتي ستتم بمؤسسة إسمنت -تبسة- باستخدام تحليل الكشوفات والقوائم المالية الخاصة بالمؤسسة إسمنت -تبسة- خلال فترة 2015-2018، وسيتم التطرق من خلاله إلى التعريف بالمؤسسة محل الدراسة في المبحث الأول، أما في المبحث الثاني سيتم إسقاط الدراسة النظرية على الواقع التطبيقي بالمؤسسة، وفي المبحث الثالث سيتم إختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

## الفصل الأول:

أسس نظرية حول هيكل التمويل الأمثل والمرونة المالية  
للمؤسسة الإقتصادية



## تمهيد

تعد مسألة الهيكل التمويلي الأمثل في المؤسسة من أهم المواضيع التي نالت إهتمام الكثير من الباحثين والمؤسسات، وذلك بسبب تعدد المصادر التمويلية من ناحية، وإختلاف درجة الإعتماد عليها من ناحية أخرى، حيث يتمثل الهيكل التمويلي الأمثل في المزيج بين المصادر التمويل المتاحة، وقد تم تصنيف مصادر التمويل إلى مصدرين أساسيين هما أموال الملكية وأموال الإستدانة، وبإعتبار المؤسسة مركز للقرارات فإنها تقوم على جملة من القرارات المالية الخاصة، والتي تستدعي المفاضلة بين مصادر التمويل التي تقع على عاتق المدير المالي وذلك بإختيار المصادر المناسبة لتحقيق المرونة المالية تفاديا للمخاطر والصدمات الحاصلة في المحيط الداخلي أو الخارجي بالمؤسسة الإقتصادية، كما تعتمد المرونة المالية على مؤشرين يرتبطان بشكل مباشر بمصادر التمويل ألا وهما السيولة والرافعة المالية، ولأجل دراسة ما سبق قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

- ❖ المبحث الأول: تحليل الهيكل التمويلي الأمثل
- ❖ المبحث الثاني: المرونة المالية ومدى إرتباطها بالهيكل التمويلي الأمثل
- ❖ المبحث الثالث: الدراسة الحالية وما يميزها عن الدراسات السابقة

## الفصل الأول: أسس نظرية حول هيكل التمويل والمرونة المالية للمؤسسة الاقتصادية

### المبحث الأول: تحليل الهيكل التمويل الأمثل

لا يقتصر عمل المدراء الماليين على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل أن يحصل عليها بأفضل الشروط، وأن يشكل ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد وبأقل تكلفة ممكنة، ويعرف هذا المزيج بالهيكل التمويلي. كما يرتبط الأداء المالي الجيد للمؤسسة بقدرتها على تشكيل التوليفة المثلى من هذا الهيكل، وكذلك على مدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة والرفع من معدل النمو بشكل خاص؛ وبالتالي الرفع من قيمة المؤسسة بشكل عام.

### المطلب الأول: ماهية الهيكل التمويلي الأمثل

يعتبر الهيكل التمويلي من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المؤسسات ومن المساهمين أو المسيرين، لما له من تأثير على تحقيق الإستقرار المالي للمؤسسة، وكذلك ضمان عدم تعرضها للإفلاس، وعليه في هذا المطلب سيتم التعرف على تعريف الهيكل التمويلي، ومناهجه، محدداته ومكوناته.

### الفرع الأول: تعريف الهيكل التمويلي

تعريف (شاكر) يرتبط إصطلاح الهيكل التمويلي بالجانب الأيسر من الميزانية المالية لأي مؤسسة، حيث يعني وصفا تفصيليا لمصادر التمويل من حيث النسب المئوية لكل عنصر من المصادر، وبمفهوم أكثر تحديدا لهيكل التمويل "أنه يعبر عن المكونات التفصيلية معبرا عنها في صورة نسب مئوية لمصادر التمويل التي تم الحصول عليها؛ أي أن هيكل التمويل عبارة عن خليط من مصادر مختلفة".<sup>1</sup>

كما يعرفه (الراوي وبركات والرمحي) يقصد بالهيكل التمويلي كل مصادر التمويل طويلة الأجل ومصادر التمويل قصيرة الأجل، وهو ما يعرف محاسبيا بالخصوم أو المطلوبات بالميزانية المالية، والتي تمثل مجموع الإلتزامات التي تترتب على المؤسسة مقابل الحصول على مجموع الأصول.<sup>2</sup>

ويعرفه كذلك (النعيمي والتميمي) على أنه هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف الميزانية المالية، وأشار الباحثين إلى وجود تعاريف أخرى لهيكل التمويل ومنها أنه يمثل الأسلوب الذي يتم عن طريقه تمويل أصول المؤسسة، ويتمثل في فقرات جانب الخصوم وحقوق الملكية في الميزانية المالية، ويتضمن المديونية قصيرة الأجل (الخصوم الجارية) والمديونية طويلة الأجل (الخصوم

<sup>1</sup>- نبيل عبد السلام شاكر، الفشل المالي للمشروعات، جامعة عين الشمس، القاهرة، مصر، لا توجد سنة، ص 142.

<sup>2</sup>- خالد الراوي، د- عبد الله بركات، نضال الرمحي، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000، ص 17.

غير جارية)؛ كما أشارا إلى أن هناك فرق بين الهيكل التمويلي، الذي تم تعريفه آنفاً، وبين هيكل رأس المال، الذي يراد به التمويل طويل الأجل أو الدائم، المتجسد بكل من المديونية طويلة الأجل (الخصوم غير جارية)، الأسهم الممتازة إن وجدت، وحقوق الملكية المكونة من كل من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة، الإستئجار المالي طويل الأجل.<sup>1</sup>

ومن التعاريف السابقة توضح لنا أن الهيكل التمويلي يمثل الجانب الأيسر من الميزانية المالية، والذي يشمل جميع الخصوم وحقوق الملكية، كما توضح أن هناك فرق بين هيكل رأس المال والهيكل التمويلي، إذ أن هيكل رأس المال يرتبط بمكونات التمويل طويل الأجل في الجانب الأيسر من الميزانية المالية، أي أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل التمويلي.

### الفرع الثاني: تعريف الهيكل التمويلي الأمثل

تتكون مصادر تمويل المؤسسة من قروض وحقوق ملكية، وعليه من باب الرشادة أن تحسن المؤسسة إختيارها لهيكلها التمويلي وذلك من خلال ترشيد السياسة التمويلية لها، حيث يمكن تعريف الهيكل التمويلي الأمثل من خلال:

يعرف (العامري) أن الهيكل التمويلي الأمثل بأنه ذلك المزيج من التمويل الممتلك والمقترض الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن، وإذا ما نجحت المؤسسة من تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين.<sup>2</sup>

كما يعرفه (دادن عبد الوهاب) يقصد بأمثلية الهيكل التمويلي للمؤسسة مدى إمكانية إختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.<sup>3</sup>

كذلك يعرفه (السنفي) أيضاً من وجهة نظر المؤسسة هو الذي تكون تكلفته أقل ما يمكن ويوفر للإدارة قدراً من الأمان وعدم السيطرة الخارجية والتعرض للإفلاس، و يسمح في نفس الوقت للمحللين الخارجيين بإعطاء المؤسسة مستوى جيداً عندما يتم تقييمها من الناحية المالية، أي أنه عبارة عن الصورة التي يتم بها تركيب الأموال التي تمد المطلوبات في الميزانية بما تتطلب من استثمارات وهو يشير إلى درجة الإعتماد وعلى عنصر دون الآخر لأسباب تراها الإدارة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2009، ص 349.

<sup>2</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إتراف للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 161.

<sup>3</sup> - دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي- الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006، ص 108.

<sup>4</sup> - عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، اليمن، 2013، ص 262.

ونستخلص من التعاريف السابقة الخاصة بالهيكل التمويلي الأمثل بأنه: هو المزج الأمثل لنسبة الأموال الخاصة ونسبة الأموال المقترضة الذي يجعل معدل تكلفة التمويل في حده الأدنى، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وكذا ثروة مالكيها.

### الفرع الثالث: خصائص الهيكل التمويلي الأمثل

كما يتجلى على تحديد المؤسسة للهيكل التمويلي الأمثل المزايا التالية:<sup>1</sup>

- ✓ تدنية المعدل الموزون لكلفة التمويل؛
- ✓ تعظيم العائد على حق الملكية؛
- ✓ تعظيم ثروة المالكين من خلال زيادة قابلية المؤسسة على إيجاد فرص استثمارية جديدة؛
- ✓ يحقق منافع من وجهة النظر الاجتماعية حيث ينجم عنه الاستخدام الرشيد لموارد المجتمع وبالتالي زيادة ثروته الكلية من خلال إستغلال الفرص الإستثمارية للمؤسسات وبالنتيجة زيادة معدل الإستثمار والنمو الإقتصادي.

### المطلب الثاني: مناهج ومحددات إختيار الهيكل التمويلي

#### الفرع الأول: مناهج إختيار الهيكل التمويلي

هناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد الهيكل التمويلي المناسب هي:

- (1) منهج التوازن المطلق: يهدف إلى استمرار هيكل التمويل في حالة توازن، ومرونة مالية، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال، في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة في ظل إفتراضات محددة، وهي أن هناك عائدا متوقعا، وحالة الطلب والعرض على الأموال في السوق المالي وتحدد على أساس إتجاهات أسعار الفائدة ثم القيام بإختيار البديل الأمثل، ويقوم هذا المنهج على حساب تكلفة الأموال، وإختيار المزيج التمويلي الذي يقللها إلى أدنى حد.<sup>2</sup>
- (2) منهج التوازن المقارن: يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه إضافة لتكلفة الأموال، لذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف ثم تحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى معدل العائد الإضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط يمكن إختيار الهيكل التمويلي المناسب.

- (3) منهج التوازن الديناميكي: إذا كان المنهجين السابقين يفترضان التوازن والمرونة المالية والهيكل التمويلي، وتكلفة الأموال للبدائل التمويلية الأخرى فقط، فإن هذا المنهج يفترض وجود متغيرين يؤثران في

<sup>1</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 161.

<sup>2</sup> - مسعودي سمية، أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2017، ص 4.

إختيار المزيج التمويلي المناسب هما: المخاطر المالية؛ مخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية للمشروع والبيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة، على أن يتم إتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الإستغناء عنها كالتكلفة، المركز الإئتماني للمؤسسة...إلخ، كذلك الأخذ بعين الإعتبار العمليات الإنتاجية والتسويقية، ودرجة استغلال الأصول لأن ذلك يؤدي إلى تغيير المزيج التمويلي مع كل تغيير في حجم أعمال المؤسسة.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: محددات الإختيار بين مصادر الهيكل التمويلي الامثل

يشتمل الهدف من تحديد الهيكل التمويلي الأمثل، هو تحديد تركيبة الأموال التي تجعل التكلفة المتوسطة أو المرجحة للأموال عند حدها الأدنى وذلك ضمن الظروف أو المعطيات المتوفرة، وتختلف الهياكل التمويلية للمؤسسات في مكوناتها، فبعضها يعتمد بشكل رئيسي على الأموال الذاتية لتلبية إحتياجاته المالية، في حين يعتمد الآخر إلى حد كبير على الأموال المقترضة، والبعض قد يختار أمرا وسطا بين ذلك. ولتحديد الهيكل التمويلي الأمثل كان من الأجدر الإعتماد على مجموعة من المحددات سنتطرق إلى أهمها على النحو التالي:<sup>2</sup>

#### 1- الملاءمة (Relevance)

تعتبر عملية الملاءمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الإستخدامات عملية ضرورية لإيجاد إرتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الإلتزامات الناشئة عن إقتناء هذه الأصول، ويقضي مبدأ الملاءمة أيضا بتمويل إحتياجات المؤسسة قصيرة الأجل من مصدر قصير الأجل، لأن تمويلها بواسطة مصدر طويل الأجل يتعارض وهدف الربحية، لأنه قد لا يكون بمستطاع المؤسسة إعادة الأموال للمقرضين عند إنتهاء الموسم وتوافر الفوائض النقدية لديها.

#### 2- الدخل (Revenue)

بمستطاع المؤسسات تحسين العوائد التي تحققها على أموال أصحابها عن طريق الإقتراض بكلفة أقل من العائد المحقق على الموجودات، ومن أهم الميزات التي يحققها التمويل عن طريق الإقتراض ثابت الكلفة (في الحالات التي تكون فيها كلفة الإقتراض أقل من العائد على الموجودات فقط) هو تحسين العائد على حقوق أصحاب المؤسسة بشكل أفضل مما لو كانت عمليات المؤسسة ممولة جميعها من قبل أصحابها، أي دون إقتراض.

#### 3- الخطر (Risk)

<sup>1</sup>- مسعودي سمية، أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 4.  
<sup>2</sup>- مفلح عقل، مقنمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص ص 400 - 405.

ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة للتمويل من منظورين هما: خطر التشغيل؛ خطر التمويل. ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الإقتصادية التي تعمل فيها. ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الإعتماد على الإقتراض، بأن عدم إنتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها، وقد تتعرض للإفلاس ما إذا كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها؛ أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الإعتماد على الإقتراض في تمويل عمليات المؤسسة، ويؤدي مثل هذا الإعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين، وقد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها، وعندما تواجه المؤسسة الفشل تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم، لأنهم آخر من يستوفى حقه عند تصفية المؤسسة.

#### 4- الإدارة والسيطرة (Management and control)

بقاء سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي تلعب دورا بارزا في تخطيط مصادر التمويل. لهذا السبب، كثيرا ما نجد المالكين المسيطرين يفضلون التمويل عن طريق الإقتراض، وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية، لأن الدائنين العاديين والممتازين كلهم لا يهددون مثل هذه السيطرة بصورة مباشرة، لأنهم لا يملكون حق التدخل في الإدارة.

#### 5- المرونة (Flexibility)

تعني المرونة قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال، كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها خاصة إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال، وتحتاج المؤسسة للمرونة عند التوسع وعند الإنكماش، فإذا رغبت في التخلص من بعض الأصول وإستعمال حصيلتها بتخفيض إلتزاماتها، فإن الأموال المقترضة تحقق لها هذه الميزة عندما يحين إستحقاقها، وتتحقق لها الميزة بشكل أفضل إذا كان هناك شرط يعطيها حق الدفع المسبق أو إستدعاء الأسناد قبل موعدها.

#### 6- التوقيت (Timing)

والمقصود بالتوقيت هو تحديد المؤسسة للوقت الذي ستدخل فيه المؤسسة إلى السوق مقترضة لأجل الحصول على الأموال بأدنى كلفة ممكنة وبأفضل الشروط، لكن حاجة المؤسسة إلى الأموال في بعض الأحيان قد تلغي قدرتها على التوقيت، إذ قد تضطر إلى الدخول إلى سوق الإقتراض على الرغم

من عدم مناسبة التوقيت. وفي كل الأحوال، يجب أن ينظر إلى التوقيت في إطار قدرة المؤسسة على قراءة الأسواق المالية والأحداث المتوقعة.

#### 7- حجم المؤسسة (Size)

حجم المؤسسة عامل في قدرتها على التوسع في الإقتراض، فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الوسع غالباً ما تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة.

#### 8- نمط التدفق النقدي (Pattern of cash flow)

المقصود بنمط التدفق النقدي هو الفترة الزمنية التي تنقضي على الإستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها آثار سلبية على السيولة، لكن يمكن تقادي هذه الأثر السلبي بأختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها ومواعيد دخول النقد إلى المؤسسة.

#### 9- طاقة الإقتراض (Debit capacity)

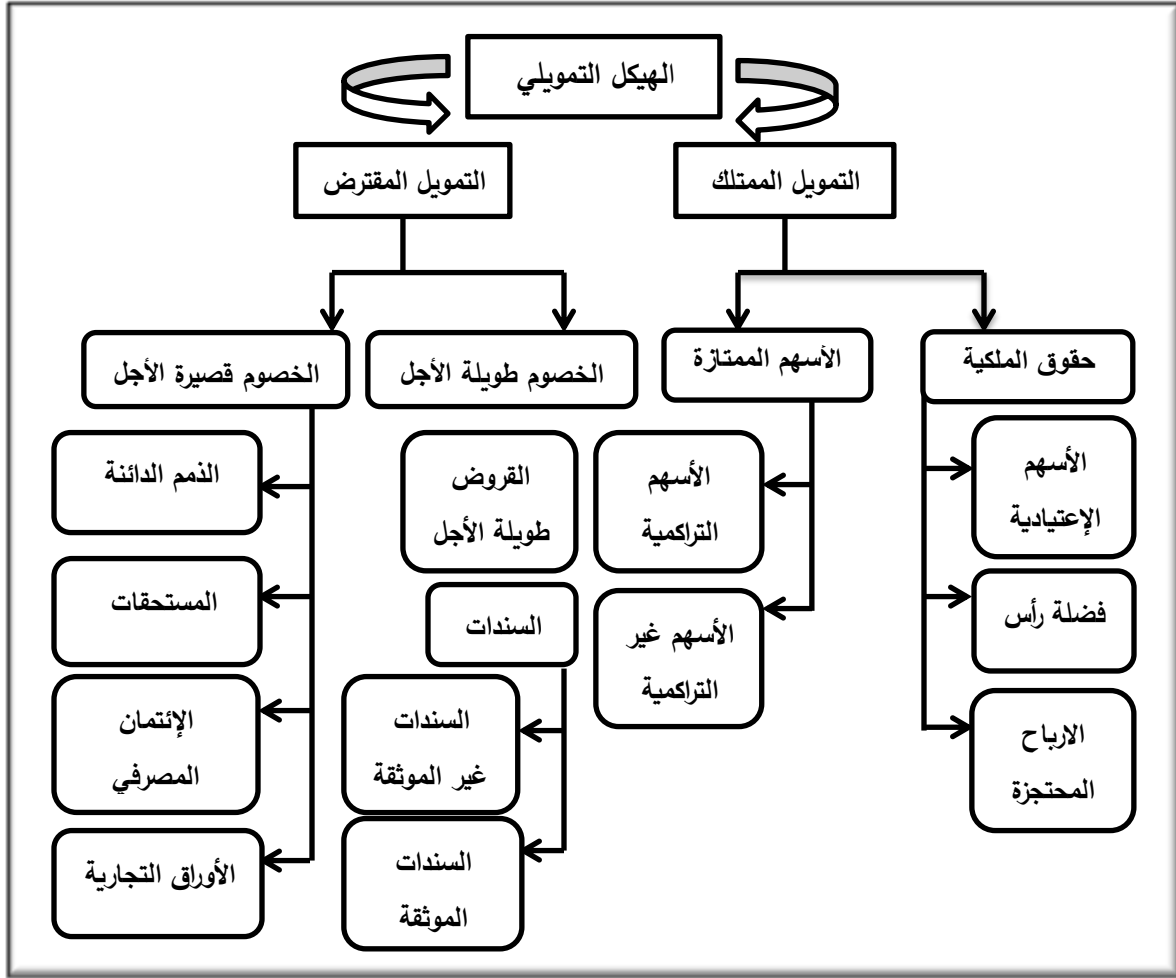
قد يكون استعمال الدين لتمويل عمليات المؤسسة مواتياً للمؤسسة من ناحية ضريبية، لأن الفائدة تشكل نفقة وتقطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الإقتراض وتقديم الضمانات تحد من إمكانية الإستفادة من الإقتراض دون حدود

#### المطلب الثالث: مصادر وسياسات الهيكل التمويلي

يعرف الهيكل التمويلي على أنه تشكيلة المصادر التي حصلت المؤسسة منها على أموال لغرض تمويل إستثماراتها، وتتكون هذه المصادر من نوعين من التمويل هما: التمويل المقترض الذي يتضمن (التمويل المقترض قصير الأجل، والتمويل المقترض طويل الأجل). والتمويل الممتلك الذي يتضمن (رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة)، حيث يظهر الشكل رقم (01) مصادر الهيكل التمويلي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>-عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص 138.

الشكل رقم (01): مصادر الهيكل التمويلي للمؤسسة



المصدر: عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص 139.

وبالإعتماد على شكل يمكن شرح كل من مصادر التمويل كل واحدة على وهي:<sup>1</sup>

### 1- مصادر التمويل قصيرة الأجل

يعرف التمويل قصير الأجل على أنه تلك الإلتزامات التي تترتب على المؤسسة والواجبة السداد خلال مدة تقل عن السنة، وان المصادر الرئيسية لهذا النوع من التمويل هي: المستحقات، الحسابات أو الذمم الدائنة، القروض المصرفية وأخيرا الأوراق التجارية.

1- المستحقات: هي ذلك التمويل الذي يظهر من جراء وجود بعض الأموال المستحقة الدفع بعد حين مثل الرواتب والأجور المستحقة وغير المدفوعة، الإيجارات المستحقة وغير المدفوعة، والضرائب المستحقة غير المدفوعة وغير ذلك من حسابات مستحقة، وهي تمثل مصدر تمويل تلقائي ومجاني.

<sup>1</sup> - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 139-183.



2- الحسابات أو الذمم المدينة: ويطلق عليها الإئتمان التجاري، وهو النوع الأكبر من التمويل قصير الأجل، ويظهر الإئتمان التجاري بشكل تلقائي عند شراء المؤسسة ما تحتاجه من مستلزمات تشغيلية بالأجل.

3- القروض المصرفية: تشكل إحد المصادر المهمة من التمويل قصير الأجل، وتعد الفوائد هي كلفة هذا النوع من التمويل، والتي يمكن أن يحتسب كفايدة بسيطة مخصومة من مبلغ القرض، أو كفايدة مضافة على مبلغ القرض، ويمكن أن تأخذ القروض المصرفية أحد الأشكال التالية: الكمبيالة، خط الإئتمان أو السحب على المكشوف، والإئتمان الدوار أو المتجدد.

## 2- مصادر التمويل الممتمك متوسط وطويل الأجل

يمثل تلك المصادر المستخدمة في تمويل أصول المؤسسة والتي يتوجب سدادها ضمن مدة زمنية طويلة نسبيا وقد تستمر مادامت المؤسسة على قيد الوجود، وإن هذا النوع من التمويل يتكون من الأسهم الممتازة، الأسهم العادية، والأرباح المحتجزة، وهي لا ترتب على المؤسسة أي تبعات قانونية في حالة عدم قدرتها على الإيفاء بمتطلباتها من عوائد.

1- الأسهم الممتازة: التي يطلق عليها بأسهم التمتع، وتحمل هذه الأسهم مقسوم أرباح محدد على شكل نسبة مئوية من القيم الإسمية، وتجمع الأسهم الممتازة بين مزايا السندات وبين مزايا الأسهم العادية.

2- الأسهم العادية: هي تلك الأسهم التي لا تمتلك أية تفضيلات أو أسبقيات خاصة، سواء في دفع مقسوم الأرباح أو في حالة الإفلاس والتصفية، وتعد هذه الأسهم الأساس لهدف المؤسسة في تعظيم قيمتها في سوق الأوراق المالية، كما أنها تمثل رأس المال الذي يقدمه المالكين عند تأسيس المؤسسة، وهي التي تمتلك حق إدارة المؤسسة وتوجيهها.

3- الأرباح المحتجزة: تشير إلى التمويل الممتمك الداخلي وأنها تشكل أحد أهم أنواع التمويل للمؤسسة فقد تستخدم في كثير من الأحيان كبديل عن إصدار أسهم عادية جديدة، وتمثل الأرباح المحتجزة، من وجهة نظر حامل السهم، إستثمار جديدا في المؤسسة ذاتها، عليه فإنه يطلب عائد يكون مساوي للعائد المتحقق له من الأسهم العادية.

## 3- التمويل المقترض متوسط وطويل الأجل

وهو الذي يمثل المديونية طويلة الأجل و التي تمثل أحد بدائل التمويل للمؤسسة وأحد بدائل الإستثمار للوحدات المدخرة، ومن بدائل التمويل المقترض طويل الأجل: القروض طويل الأجل، السندات، والإستئجار طويل الأجل للأصول الرأسمالية.

1- القروض طويلة الأجل: تعد بمثابة عقد يلتزم بموجبه المقرض (المؤسسة) على تسديد فوائد دورية طيلة مدة سريان القرض إضافة إلى أصل مبلغ القرض، وتتراوح آجال هذه القروض (3-15) سنة وقد تكون مضمونة بأصل معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات، والتي يعتمد طلب هذه الضمانات على متانة ميزانية المقرض.

2- السندات: إن السندات التي تصدرها المؤسسات هي أوراق مالية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية وذات دخل ثابت، وهي تمثل عقد طويل الأجل تلتزم المؤسسة بموجبه بتسديد دفعات دورية من الفوائد، التي تمثل كلفة استخدام الأموال، إضافة إلى أصل المبلغ لمن يحمل السند، و قد أخذت مجموعة من المؤسسات المالية بتصنيف السندات و تدرجها وفق ميزانية المؤسسة أو الجهة التي تصدرها.

3- إستئجار الأصول الرأسمالية: هو أحد مصادر التمويل الذي يمكن للمؤسسة اللجوء إليه، وهو عقد يعطي للمستأجر (المؤسسة) الحق باستخدام أحد الأصول الثابتة العائدة للمؤجر لمدة زمنية يتم الإتفاق عليها بين الطرفين مقابل بدل إيجار معلوم، ومن الجدير بالذكر أن الأصول المستأجرة لا تظهر في الميزانية العمومية وإنما تظهر في قائمة الدخل ، وهناك نوعان من الإستئجار: الإستئجار التشغيلي، والإستئجار الرأسمالي.

### الفرع الثاني: السياسات التمويلية

تختلف السياسة التي تتبعها كل مؤسسة في تمويل مشاريعها، حيث تنقسم إدارتها بالجرأة عن الأخرى، وتهيمن على مقاليد الأمور فيها عن إدارة محافظة في عملية إختيار مصدر التمويل الملائم والمفاضلة بين مصادر التمويل المملوكة ومصادر التمويل المقترضة.

1- سياسة التمويل المحافظة: وهي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، فإنها تقوم بالإعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة؛ وذلك تقاديا لإحتمال انخفاض قدرة المؤسسة على تسديد إلتزاماتها، وهذه السياسة تخفض من مخاطر العسر المالي الذي يرافقه إنخفاض في مستوى العائد وفقا لحالة التلازم بين المخاطرة والعائد المتوقع.<sup>1</sup>

2- سياسة التمويل الجريئة: وهي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تتميز إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها قد تذهب في إعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد إستخدامها في تمويل

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 225.

جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملاً في زيادة العائد على الإستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر.<sup>1</sup>

**3- سياسة التمويل المثلى:** ويقصد بها تلك السياسة التي تقوم على الإلتزام الحرفي بمبدأ التغطية الذي يقضي بضرورة مواءمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت إستحقاق الأموال المستخدمة في تمويله وعليه تقوم إدارة المؤسسة بموجب إتباع سياسة التمويل المثلى بتمويل الأصول الدائمة من مصادر طويلة الأجل والأصول المؤقتة من مصادر قصيرة الأجل.

### المطلب الرابع: النظريات المفسرة للهيكل التمويلي الأمثل ونسبه

بدأت النظريات حول الهيكل التمويلي بالتبلور مع بداية الخمسينات، التي أصبحت يطلق عليها النظرية التقليدية للهيكل التمويلي، ثم تلتها باقي النظريات المفسرة له، حيث تنصب معظمها حول إمكانية وجود هيكل تمويلي أمثل.

#### الفرع الأول: النظريات المفسرة للهيكل التمويلي

##### 1- النظرية التقليدية

حاولت هذه النظرية تفسير الأشياء على حالها بشكل عام حيث تتمثل في مجموعة من المعايير المستخدمة من قبل المدراء المستثمرين في عملية إتخاذ القرار، وقد تمثلت تلك النظرية بالمدخل التقليدي الذي ينظر إلى هيكل رأس المال من خلال الإعتقاد بأن كل مؤسسة لها شكلاً من أشكال المديونية الإعتيادية يرجع إلى خصائص المؤسسة وإمكانياتها وسياساتها، وتمثل الطاقة الإستيعابية للمديونية قيمة أو كمية الدين الذي يتوجب على المؤسسة أن تقوم بالحصول عليه كقروض وتسهيلات إئتمانية لتقليل تكلفة تمويلها، ووفقاً لإفتراضات هذه النظرية فإن تكلفة الأموال المقترضة أو المملوكة لا تتغير أو تتغير بشكل ضئيل مما يساعد على الوصول إلى نقطة الشكل الإعتيادي للمديونية في المؤسسة؛ كما لا يمكن تحديد الحجم الطبيعي للمديونية، لذا فإن إتخاذ القرار وفقاً لهذا المدخل يعتمد على الخبرة والممارسة الموجودة لدى المدراء الماليين في المؤسسات.<sup>2</sup>

##### 2- نظرية مودغلياني وميلر (Miller and Modigliani)

تركزت نظريات الباحثان حول هيكل رأس المال الأمثل في المؤسسة ويذكران ذلك بأن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن الهيكل التمويلي، ففي ظل سوق المالية كفاء، وغياب الضرائب يوجد

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، نفس المرجع السابق، ص 226.  
<sup>2</sup>- دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الإسهامات النظرية-، مرجع سبق ذكره، ص 108.

تكافؤ بين كافة أنماط التمويل في المؤسسات، وإن تكلفة هذا التمويل لا تتأثر بنسبة الإقتراض التي يتضمنها الهيكل التمويلي، وقد إستند الباحثان على جملة من الإفتراضات التي تتلخص فيمايلي:

- إعتبار سوق رأس المال كفاء مما يدل على أن المعلومات متوفرة للجميع بدون عمولات؛
- غياب عمولات الصفقات والضرائب وأن المتعاملين يمكنهم الإقتراض بنفس معدلات الفائدة؛
- التوقعات متماثلة بنسبة لكافة المستثمرين مع عدم وجود خطر الإفلاس؛
- تساوي الأفراد مع المؤسسات في الإقراض والإقتراض دون حدود ودون تعرض للخطر.

وقد قسمت هذه النظرية الإقتراض في الهيكل التمويلي إلى حالتين هما:

#### أ- نظرية مدغلياني وميلر في ظل عدم وجود الضرائب **Without Taxes**

تقتض نظرية مدغلياني وميلر أن تكلفة التمويل مستقلة عن هيكل التمويل حيث تعتبر أن هذه التكلفة هي معدل العائد الأدنى المفروض وأن زيادة الأموال المقترضة في الهيكل التمويلي يؤدي إلى النتائج التالية:

- إنخفاض تكلفة الأموال المرجحة لهيكل رأس المال بسبب إنخفاض تكلفة المصادر الخارجية كالقروض؛
- لا يؤثر الهيكل التمويلي للمؤسسة في قيمتها مهما تغير حجم الديون في ظل إفتراضات السوق الكفاء، كما أن التكلفة المتوسطة المرجحة لهيكل رأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة مكونات الهيكل التمويلي.

#### ب- نظرية لمدغلياني وميلر في ظل وجود الضرائب **With Taxes**

في حالة خضوع الأرباح للضريبة فإن النظرية تقتض أن قيمة المؤسسة التي تعتمد على التمويل بالقروض في هيكلها التمويلي تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على التمويل والقروض، وذلك بعد الأخذ بأثر وجود عنصر الإقتصاد في الضريبة الناجم عن فوائد القروض حيث أن الربح الخاضع للضريبة في المؤسسة المقترضة أقل من الربح الخاضع للضريبة في المؤسسة التي تعتمد على التمويل الذاتي.

### 3- نظرية التوازن

تنطلق هذه النظرية من أعمال 1984 Mayre التي تم إدخال تكلفة الإفلاس على نموذج M and M، وكما عرفت تعديل في هذا النموذج بالأخذ بعين الإعتبار تكلفة الوكالة اللذان سنعرضهما في ما يلي:

#### 1- تكلفة الإفلاس

تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها التمويلي من الأموال الخاصة والقروض لمخاطر الإفلاس، التي سببها فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض والفوائد في تواريخ الإستحقاق، ويترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف تسمى تكاليف الإفلاس، وهي تتكون من: تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية،

مالية...)، وتكاليف غير مباشرة ( تكاليف الصورة أي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة البديلة)<sup>1</sup>.

## 2- تكلفة الوكالة

إن تكلفة الإدارة المكلفة بإدارة المؤسسات نيابة عن المساهمين سواء كانت مالية أو غير مالية تمثل قضية مهمة، لأنها قد تؤدي إلى ظهور إدارات تعمل بصورة غير فعالة وإختيار مدخلات ومخرجات تتلاءم مع منافعها الشخصية، أو بمعنى آخر نهم قد يفشلون في تعظيم قيمة المؤسسة؛ وكنتيجة لذلك فإن أثر الكلفة الخارجية تساوي الخسارة أو الإنخفاض في قيمة المؤسسة الناتجة عن الإدارة التي تهتم بتلبية رغباتها بدلا من تعظيم قيمة المؤسسة، وقد أشار كلا من Mayers and Harris and Raviv بأن إختيار هيكل رأس المال المناسب من الممكن أن يؤدي إلى التخلص من مثل هذه التكلفة، وتتمثل فرضية كلفة المؤسسة بأن الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة تكاليف المؤسسة الناجمة عن الإقتراض، ولكن يمكن تخفيض تلك التكلفة من خلال تشجيع الإدارة للعمل بكل جد من أجل تعظيم أرباح وقيمة المؤسسة، وتحقيق أهداف المساهمين المتمثلة بتعظيم الأرباح، وفي نفس السياق أوضح Grossman and Hart بأن زيادة التمويل بالإقتراض من الممكن أن يؤثر إيجابيا على المدراء وأن تعمل على تخفيض كلفة المؤسسة من خلال خفض كلفة الإقراض المتمثل بتعظيم أرباح المؤسسة، وتوفير السيولة اللازمة لدفع إلتزامات المؤسسة في مواعيدها، ومنح المؤسسة القدرة على التفاوض في الحصول على قروض بفوائد منخفضة وشروط سهلة.

## 3- نظرية التبادل (المفاضلة)

بحسب هذه النظرية فإن المؤسسة تتجه نحو هيكل رأس المال الأمثل في كل مرة يتم فيها إتخاذ قرار يتعلق بالحصول على مصادر تمويل، وفي نفس الإتجاه طور (Miller) نموذجا أوضح فيه تأثير التمايز في معدلات الضريبة على دخل المؤسسات من جهة ودخل الأشخاص من جهة أخرى، كما تناول تأثير النموذج على تكلفة الإقتراض لنفس المجموعتين وقد إستنتج ميلر إلا أن عامل الضرائب يخفض من مخاطر الإقتراض للمؤسسات وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسات من خلال وجود الرفع المالي.<sup>2</sup>

## 4- نظرية الإشارة

تعتمد نظرية الإشارة على عدم التماثل في المعلومات المصرح بها من قبل المسيرين في السوق المالي، وتتمثل هذه الإشارات في القرارات الهامة: مثل الرفع في رأس المال، مستوى الديون، تعديل

<sup>1</sup>- منببر إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، نفس المرجع السابق، ص 668.

<sup>2</sup>- وليد زهير أبو شعبان، مدى تأثير السيولة والفرص الإستثمارية على الهيكل المالي، رسالة ماجستير، غزة، فلسطين، 2013، ص 67.

الأسمه ...إلخ، فهذه الإشارة تعطي دلالة على أن المؤسسة في مستوى عالي من الكفاءة أم لا. وبالخصوص إذا تعلق الأمر بالمديونية، مما يظهر أن المؤسسة تتمتع بهامش أمان وبإمكانها الإعتماد على الإستدانة والمناورة من أجل تحقيق الأرباح، لكن يكمن الإشكال في مصداقية المعلومات والإشارات المصرح بها، وبالتالي فخلاصة هذه النظرية أن تركيبة رأس المال مرتبطة بالإشارات الصادرة عن المؤسسة التي تحمل توقعات حول إدارة المؤسسة في المستقبل.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: نسب الهيكل التمويلي

وهي مختلف النسب التي تساعد وتساهم في دراسة وتحليل الهيكل التمويلي للمؤسسة وتختلف حسب مصدر التمويل المختار أو الموجود في ميزانية المؤسسة. ومن اهم هذه النسب ما يلي:

#### أولاً: نسب التمويل الدائم والتمويل الخاص

سننظر في هذا الفرع إلى نسبة التمويل الدائم والتمويل الخاص.<sup>2</sup>

#### 1- نسبة التمويل الدائم

تشير هذه النسبة إلى مستوى تغطية الإستثمارات الصافية بالأموال الدائمة، فهذه النسبة تعتبر صياغة أخرى لرأس المال العامل أو ما يسمى بهامش الأمان، وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

يكون رأس المال سالبا إذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد الصحيح، فهذا يدل على أن جزء من الأصول الثابتة مغطى بقروض قصيرة الأجل وتكون المؤسسة في هذه الحالة قد أخلت بشرط الملاءمة بين إستحقاقية الخصوم وسيولة الأصول.

#### 2- نسبة التمويل الخاص (الذاتي)

وتعتبر هذه النسبة مكملة للنسبة الأولى وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الذاتي} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

<sup>1</sup> - أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2012، ص 33، 34.

<sup>2</sup> - شعبان محمد، نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2010، ص ص 123، 124.

تبين هذه النسبة درجة التغطية أو تمويل المؤسسة لأصولها الثابتة بالأموال الدائمة، ويشترط في هذه النسبة أن تكون أكبر من الواحد.

### ثانياً: نسب الديون إلى رأس المال وإلى إجمالي الأصول

سننتقل في هذا الفرع إلى نسبة الديون إلى رأس المال ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول.<sup>1</sup>

#### 1- نسبة الديون إلى رأس المال

تظهر هذه النسبة مدى استخدام الديون في المؤسسة مقارنة بحقوق الملكية، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما زادت مطالبات الدائنين مقارنة بحقوق الملكية، أي يجعلها عرضة للتدخلات والضغوطات الخارجية للدائنين منها: رفع كلفة الأموال المقرضة، وإذا فمن الضروري أن يكون توازن مناسب بين استعمال الديون وحقوق الملكية. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الديون إلى رأس المال} = \frac{\text{الديون}}{\text{حقوق الملكية}} = \frac{\text{قروض طويلة و متوسطة الأجل} + \text{قروض قصيرة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}}$$

#### 2- نسبة الديون إلى إجمالي الأصول

تحدد هذه النسبة هامش الأمان للمقرضين، وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الديون إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

تجيب هذه النسبة عن مدى قدرة المؤسسة على تسديد ديونها في حالة الإفلاس إذا ما تم بيع أصولها، وكلما كانت النسبة صغيرة كان ذلك أفضل، ويستحسن أن لا تتجاوز 0.5.

#### ثالثاً: نسبة الإستقلالية المالية

وتقيس هذه النسبة مدى إستقلالية المؤسسة عن دائئها، وتحسب بالطريقة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{نسبة الإستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$$

وتشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل التمويلي للمؤسسة وبالتالي درجة إستقلاليتها، إذ أن الحجم الكبير للديون يجعل المؤسسة غير مستقلة في إتخاذ قراراتها المالية، فكلما كانت هذه النسبة كبيرة إستطاعت أن تتعامل المؤسسة بمرونة مع الدائنين في شكل إقتراض وتسديد الديون، أما إذا كانت

<sup>1</sup> - عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، اليمن، 2013، ص 174.  
<sup>2</sup> - شعبان محمد، نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير، نفس المرجع السابق، ص 124.

النسبة صغيرة فهذا يعني أنها في وضعية مثقلة بالديون، ولا تستطيع الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها من قروض إضافية إلا بتقديم ضمانات وقد تكون هذه الضمانات مرهقة.

### المبحث الثاني: المرونة المالية ومدى إرتباطها بالهيكل التمويلي الأمثل

إن الغموض الكبير الذي يكتنف موضوع المرونة المالية، فضلا عن الأحكام الشخصية والرسمية عن المرونة المالية ومستوياتها، والتي من النادر ما تم تحديدها وقياسها، وقد إنتقد التعامل مع المرونة المالية بأنها لم تكن مبنية على أسس تطبيقية، بل مبنية على مجموعة تكهنات لقدرة المؤسسة على الإستجابة للأحداث الإفتراضية في المستقبل، ولعبت المرونة دورا مهما في جعل المدراء الماليين يتمتعون بالقدرة في ما يتعلق بالإختيار والمزج بين مصادر التمويل الملكية ومصادر التمويل المقترضة وصولا إلى مصادر تمويل مثلى، لتكون المؤسسة الإقتصادية قادرة على الإستجابة بفعالية للصددمات الغير متوقعة، و بالتالي الوصول إلى هيكل تمويلي أمثل ومرن.

### المطلب الأول: تعريف المرونة المالية وأدوات قياسها

يعد مفهوم المرونة المالية من المفاهيم الحديثة في الإدارة المالية، وهي الجزء الأكثر أهمية في تحديد قدرة المؤسسة على الإستجابة والتكيف مع ما يهدد بيئتها الداخلية والخارجية من صدمات غير متوقعة التي قد تؤثر في مصدر من مصادر تمويلها سواء كانت أموال ملكية أو مقترضة.

### الفرع الأول: تعريف المرونة المالية

يرى (Graham harvey) أن المرونة المالية هي قدرة المؤسسة على تحمل الديون، والتوسعات، والإستحواذات في المستقبل أو تخفيض الإلتزامات المتعلقة بالفائدة، حيث لا تحتاج إلى تقليص أعمالها في حالة حدوث تراجع إقتصادي.<sup>1</sup>

ويرى (Gamba and Triantis) في محاولتهم لتحديد تعريفا للمرونة المالية، بأنها قدرة المؤسسة على الوصول إلى تمويلها وإعادة هيكلته بتكاليف منخفضة، ويعتبران أن المؤسسات المرنة ماليا قادرة على تجنب الضائقة المالية لمواجهة الصدمات السلبية، وتمويل الإستثمار بتكلفة منخفضة عند وجود فرص مربحة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- soku byoun, **financial flexibility, leverage and firm size**, hankamer school of business, bayler universty, january 2007, p 6.

<sup>2</sup>- mirkhalili T.A, and mahmoudabadi H.K, **the effect of financial flexibility on financial behavior of companies listed in tehran stock exchange**, american journal of industrial and business mangement, 2018, p 144.



كما عرفها (Bernstein) أنها قدرة المؤسسة في أخذ خطوات للتصدي لإنقطاعات غير متوقعة في تدفق الأموال لأسباب غير متوقعة.<sup>1</sup>

ويعرفها (Valberda) من خلال منظورين مختلفين:

- المرونة الداخلية هي قدرة المؤسسة على التكيف مع متطلبات البيئة.
  - المرونة الخارجية هي قدرة المؤسسة في التأثير على بيئتها وبالتالي الحد من ضعفها.
- ويعرفها أيضا بأنها ليست التراكم السلبي لمصادر الأموال بل درجة قدرة وسرعة تعبئة المؤسسة لمواردها المالية بغية إجراءات تفاعلية ووقائية واستغلالية لتعظيم قيمة المؤسسة.<sup>2</sup>
- ويعتمد المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين المعتمدين (AICPA) وجهة نظر Heth من خلال تحديد المرونة المالية على أنها القدرة في إتخاذ إجراء من شأنه التخلي على الزيادة في المدفوعات النقدية المطلوبة و المتوقعة على الموارد.
- ويحدد مجلس معايير المحاسبة (FASB) المرونة المالية بأنها قدرة المؤسسة على إتخاذ إجراءات فعالة لتغيير المبالغ و توقيت التدفقات النقدية حتى تتمكن من الإستجابة إلى الإحتياجات و الفرص الغير متوقعة.

ونستخلص من التعاريف السابقة الخاصة بالمرونة المالية أنها قدرة المؤسسة في الإستجابة للنفقات الغير المتوقعة والفرص الإستثمارية، وقدرتها على التغيير في هيكلها التمويلي بما يتماشى مع التوسعات أو المشاريع المستقبلية، كما يمكن للمؤسسات المرنة ماليا البقاء والإستمرار في الأوقات الإقتصادية الصعبة.

### الفرع الثاني: أدوات قياس المرونة المالية

واعتمادا على طبيعة دراستنا سيتم قياس المرونة المالية من خلال الأدوات التالية:<sup>3</sup>

#### أ- الموجودات النقدية Cash holdings:

يقصد بالموجودات النقدية والنقد المعادل (الأوراق المالية) والإستثمارات قصيرة الأجل التي أعلن عنها في ميزانية المؤسسة للبيانات المالية، إذ تعد الموجودات النقدية مصدرا من مصادر المرونة المالية، فالزيادة في مستوى الموجودات النقدية يمكن أن يعزى إلى زيادة تقلب التدفقات النقدية ومستوى الموجودات غير الملموسة، إن تنمو قيمة الموجودات النقدية جنبا إلى جنب مع زيادة التدفقات المستقبلية من حيث

<sup>1</sup> - mirkhalili T.A, and mahmoudabadi H.K, **the effect of financial flexibility on financial** ibid, p144.

<sup>2</sup> - soku byoun, **financial flexibility**, ibid, p 7

<sup>3</sup> - يوسف حبيب سلطان الطائي، حيدر جاسم عبيد الجبوري، **المرونة المالية وتأثيرها في الحد من هشاشة النظام المصرفي**، مجلة الغري للعلوم الإقتصادية والإدارية المجلد 14 - العدد 3، جامعة الكوفة العراق، 2017، ص 544-555.

مرونة تدفق الموجودات النقدية، لذا فالموجودات النقدية توفر الحماية ضد الصدمات التي ترافق التدفق النقدي في المستقبل، من حيث توفر الائتمان الذي يعد بمثابة خيار للمؤسسات مما يتيح لها استثمار الفرص المستقبلية في الوقت المناسب، إذ تهدف إدارة النقدية كما وضحتها "تيم" إلى الإحتفاظ بما يكفي من النقدية لتسديد الإلتزامات المترتبة على المؤسسة أثناء تشغيلها وتجنب العسر المالي الذي يمكن أن تقع فيه مما يستدعي تخفيض الأرصدة النقدية إلى أدنى مستوى، ويمكن قياس الموجودات النقدية من خلال المعادلة الآتية:

$$CH = \frac{C + Ms}{TA}$$

حيث أن:

C: النقد

Ms: الأوراق المالية القابلة للتسويق

TA: الموجودات الكلية

#### ب- قابلية الدين Debt capacity

تقيس قابلية الدين الحد الأقصى لقدرة المؤسسة على الإقتراض، أي قياس قابلية الديون ضمنيا من خلال تحويل الأصول الملموسة الحالية كضمانات لمجموع ديون المؤسسة، إذ تعد قابلية الدين ذات أهمية للمرونة المالية، والتي تعرف بأنها القدرة الإفتراضية غير المستغلة، أما إذا استنفدت هذه القدرة فإن إمكانية الحصول على قروض جديدة يكون ضعيفا مما يهدد بضائقة مالية مستقبلا، بشكل غير مفاجئ تستخدم المؤسسات في المقام الأول الفوائض النقدية لسداد الديون بدلا من تراكم الإحتياطات النقدية كما يلعب إستحقاق القروض دورا في إدارة خدمة الديون، إذ ، عبئ الديون على المدى القصير يساهم في إستعداد المؤسسة على الإستثمار بقوة أكبر من عبئ الديون على المدى الطويل، و يمكن قياس قابلية الدين من خلال المعادلة الآتية:<sup>1</sup>

$$DC = \frac{ET}{TA}$$

حيث أن:

DC: قابلية الدين

ET: الموجودات الملموسة المقدره

<sup>1</sup>- يوسف حجيم سلطان الطائي، حيدر جاسم عبيد الجبوري، المرونة المالية وتأثيرها في الحد من هشاشة النظام المصرفي، مرجع سبق ذكره، ص 545.

TA: الموجودات الكلية

### ج- صافي التدفق النقدي Net Cash Flow

تكون إدارة المؤسسة مقيدة بعرض النقدية وانخفاض مستمر للتدفقات النقدية مما تحد من قدرة المؤسسة على رفع مستويات الإحتياطي، وبالتالي فإن التكاليف الإستثمارية تعتمد على حد كبير على تيار التدفق المالي.

فالتدفق النقدي كما ذكر (Bahadori and al) ضرورة حتمية تأخذه جميع المؤسسات جميع المؤسسات في الإعتبار ويشبه بالدم للكائن الحي، ففي غيابه تكون المؤسسات غير قادرة على الإستمرار في الحياة الإقتصادية، فالنقد هو الأصل الأكثر مرونة في المؤسسات، إذا ما أدير من دون مهارات وتخطيط يمكن أن يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس. كما عرف التدفق النقدي من قبل (Esin) بأنه كشف مالي يسجل التدفقات النقدية للمؤسسة الداخلية و الخارجية لفترة معينة وينقسم على النشاط التشغيلي، حيث يوفر معلومات فيما يتعلق بالأنشطة المالية لغرض تحليل الوضع الإئتماني وتقدير الملاءة المالية وتمويل متطلبات الإستثمار، كما أن تحليل قائمة التدفقات النقدية يكشف عن معلومات مالية على حد سواء لقياس الأداء وتحديد فرص النمو المستقبلية للمؤسسة.<sup>1</sup> ويمكن قياس صافي التدفق النقدي من خلال المعادلة الآتية:

$$NCF = \frac{CF}{TA}$$

حيث أن:

CF: التدفق النقدي

### المطلب الثاني: مؤشرات المرونة المالية

لقياس المرونة المالية إعتدنا على مؤشري السيولة النقدية والرافعة المالية ونسب تحليلهما.

الفرع الأول: السيولة

#### 1- تعريف السيولة

وتعني السيولة كل ما تحتفظ به المؤسسات من أموال نقدية أو ما يتوفر لها من موجودات سريع التحول إلى النقدية و دون خسائر في قيمتها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- أ.د- يوسف حبيب سلطان الطائي، م.د- حيدر جاسم عبيد الجبوري، المرونة المالية وتأثيرها في الحد من هشاشة النظام المصرفي، مرجع سبق ذكره، ص546.

<sup>2</sup>- طاهر محسن الغالبي، حيدر حمودي علي الزبيدي، دور مرونة الهيكل المالي للشركات في تجنب الأزمة المالية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 13، العدد 52، 2017، ص 142.

- من خلال التعاريف السابقة يتضح أن السيولة هي سرعة تحويل الأصل أو الموجودات إلى نقد و القدرة على توفير الأموال بتكلفة معقولة لمواجهة الإلتزامات عند إستحقاقها.
- ومن أهداف الإحتفاظ بالسيولة النقدية اللازمة لأي مؤسسة من المؤسسات تتمثل في ما يلي:<sup>1</sup>
- ✓ تحسين سمعة المؤسسة و دعم ثقة المقرضين من خلال بناء سمعة إئتمانية عالية، و هذا لا يتم إلا إذا كان لديها سيولة كافية تمكنها من سداد إلتزاماتها في مواعيد إستحقاقها؛
  - ✓ تمكين المؤسسة من الإستفادة من الخصم النقدي الذي تناله في حالة شراء سلع أو بيع المواد التي تحتاجها نقداً، أو في حالة السداد خلال فترة قصيرة؛
  - ✓ تمكين المؤسسة من مواجهة الظروف الطارئة التي قد تتطلب توفير مبالغ نقدية جاهزة وفورية.

## 2- تحليل السيولة

تقاس السيولة بمدى قدرة المؤسسة على الوفاء بإلتزاماتها قصيرة الأجل عند إستحقاقها، وتشير السيولة إلى القدرة المالية (الملائمة المالية) للمؤسسة كلها، بمعنى سهولة دفع الإلتزامات، ومن أهم مقاييس السيولة.<sup>2</sup>

أ- نسبة السيولة العامة: توضح درجة تغطية الأصول الجارية للخصوم الجارية، وتعكس مستوى رأس المال العامل، إرتفاعها مؤشر لسيولة معتبرة بالمؤسسة

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{أصول الجارية}}{\text{خصوم الجارية}} < 1$$

ب- نسبة السيولة المختصة: تقيس قدرة المؤسسة على مواجهة إلتزاماتها الجارية دون إعتبار المخزون.

$$\text{نسبة السيولة المختصة} = \frac{\text{أصول الجارية-المخزون}}{\text{الخصوم الجارية}} \text{ وتتراوح بين } 30\% \text{ و } 50\%.$$

ج- نسبة السيولة الفورية: تقيس مقدار النقدية المتاحة للمؤسسة في وقت معين لتغطية الخصوم الجارية، بمعنى أنها تقيس السيولة دون إعتبار لباقي عناصر الأصول الجارية.

$$\text{نسبة السيولة الفورية} = \frac{\text{القيم الجاهزة}}{\text{الخصوم الجارية}} \text{ وتتراوح بين } 25\% \text{ و } 35\%.$$

<sup>1</sup> - عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص58-59.

<sup>2</sup> - عبد العزيز محمد المخلافي، أساسيات الإدارة المالية، كلية التجارة و الإقتصاد، جامعة صنعاء، اليمن، ص70.

## الفرع الثاني: الرافعة المالية

هناك من يعتبر الرفع المالي أو الرافعة المالية من المصطلحات التي ابتدعتها الذهنية المؤسساتية لتغليف الأشياء غير المحببة أو السلبية وإعطائها مظهرًا جميلاً، فبدلاً من أن نقول استئانة أو مديونية وهو مصطلح يوحي بالمخاطر والضعف، نقول رافعة مالية وهو مصطلح يوحي بالثقة والقوة.

### 1- تعريف الرافعة المالية:

يشير الرفع المالي إلى استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب، وهو عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم.<sup>1</sup>

ويعبر الرفع المالي عن درجة أو نسبة استخدام التمويل بالمديونية لتمويل جزء من الأصول.<sup>2</sup> ويقصد بالرفع المالي هو اعتماد المؤسسة على الإقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، و بالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهم ممتازة لسد هذه الإحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن السهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة.<sup>3</sup>

يتضح من التعاريف السابقة أن الرافعة المالية هي مدى اعتماد المؤسسة في تمويل إستثماراتها على الديون، من خلال الإقتراض، حيث تعد فرصة جيدة لتعظيم الأرباح عن طريق توفير وسائل التمويل، فضلاً عن وجود وفرة ضريبية بإستعمال الديون.

### أ- إيجابيات الرافعة المالية: وهي كالاتي:

- ◀ تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين كلفة الإقتراض ومردود الإستثمار؛
- ◀ المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم على الإدارة؛
- ◀ عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة (عدا ما يدفع على شكل فوائد للمقرضين)؛
- ◀ الإستفادة من الميزة الضريبية؛
- ◀ الإقتراض بحكمة يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه دائماً خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الإقتراض.

<sup>1</sup> جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة العامة المدرجة في برصة فلسطين - دراسة إختبارية-، مجلة جامعة الأزهر - سلسلة العلوم الإنسانية-، جامعة القدس المفتوحة، المجلد 15، العدد 1، 2013، ص 286.

<sup>2</sup> أحمد العلي، أثر الرفع المالي على السيولة والربحية - دراسة تطبيقية-، مجلة جامعة البعث، دمشق، سوريا، المجلد 40، العدد 1، 2018، ص 178.

<sup>3</sup> بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2005، ص 80.

أ - سلبيات الرافعة المالية: وتتمثل في:

- ◀ عدم القدرة على خدمة الدين، والتي تتمثل في عدم القدرة على سداد أقساط القروض والفوائد المستحقة في تاريخ إستحقاقها، مما يعرض المؤسسة إلى مخاطر إشهار الإفلاس من قبل المقرضين؛
- ◀ إرتفاع تكاليف الوكالة المتعلقة بالمقرضين والمتمثلة في زيادة حدة الرقابة والتحكم ببعض الأمور داخل المؤسسة، وذلك من خلال القيود التي تفرض ضمن إتفاقيات القروض المبرمة بين المؤسسة والمقرضين وهذا يؤدي إلى تقليل مرونة هيكل رأس المال الحالي للمشروع.

## 2- تحليل الرافعة المالية:

تقيس نسب الرافعة المالية المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في الإعتماد على أموال الغير في تمويل إحتياجاتها.

وفي هذا العنصر سنعرض مجموعة من النسب التي تقيس الرافعة المالية.<sup>1</sup>

أ- نسبة الديون إلى مجموع الأصول: وتعطي هذه النسبة مؤشرا لمدى إعتماد المؤسسة في تمويل أصولها من أموال الغير.

$$\text{نسبة الديون} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}} = \frac{\text{مجموع الخصوم الجارية} + \text{مجموع الخصوم الغير جارية}}{\text{مجموع الأصول}}$$

حيث لا تتجاوز 45%.

ب- نسبة الديون إلى حقوق الملكية: ويقصد الديون في هذا الصدد كافة الأموال التي حصلت عليها المؤسسة من الغير، وتتمثل في الخصوم الجارية والقروض متوسطة وطويلة الأجل، أما حقوق الملكية فيقصد بها رأس المال والاحتياطات والأرباح المحتجزة.

$$\text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع حقوق الملكية}}$$

حيث لا تتجاوز 82%.

ج- نسبة هيكل رأس المال: وتكشف هذه النسبة الأهمية النسبية للديون طويلة الأجل في هيكل رأس المال، لذا فإنها تعتبر مؤشرا للحكم على المخاطر المالية.<sup>2</sup>

$$\text{نسبة هيكل رأس المال} = \frac{\text{خصوم طويلة الأجل}}{\text{مجموع هيكل رأس المال}}$$

حيث لا تتجاوز 30%.

<sup>1</sup> -د- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، نفس المرجع السابق، ص 96-97.

<sup>2</sup> -منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، نفس المرجع السابق، ص 98-99.

## المطلب الثالث: علاقة الهيكل التمويلي الأمثل بمؤشرات المرونة المالية

### الفرع الأول: علاقة هيكل التمويل بالرافعة المالية

إن الفوائد هي نقطة الإرتكاز في الروافع المالية، فكلما كانت الفوائد مرتفعة كلما كانت درجات الرفع المالي مرتفعة، وبالتالي تزداد مخاطر المؤسسة في عدم القدرة على تسديد الفوائد في التاريخ المحدد للسداد وتسمى هذه المخاطرة بمخاطر التمويل، وهذا الوضع يجعل نقطة التعادل مرتفعة وهذا يحتاج إلى جهد أكبر من المؤسسة لزيادة المبيعات وبالتالي زيادة الأرباح قبل الفائدة والضريبة للوصول إلى نقطة التعادل الجديدة وتعديلها لتحقيق أرباح صافية بعد الفوائد وقبل الضريبة.<sup>1</sup>

تعتبر الرافعة المالية سبيلا لتمويل إستثمارات المؤسسة وتعتمد في ذلك على الدين إلا أنها أيضا تعتبر عبئ عليها حيث كان من الواجب علينا تحديد العلاقة بين الهيكل التمويلي والرافعة المالية حيث تكمن في أن الرفع المالي إذا ما تم في ظل العائد على الموجودات أعلى من تكلفة الاقتراض.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: علاقة هيكل التمويل بالسيولة

ويمكن تحديد التدفقات النقدية الناتجة من الأنشطة التمويلية بأنها تلك التدفقات المتعلقة بالتغيرات في حجم ومكونات حقوق الملكية والقروض الخاصة بالمؤسسة، ويمكن الوصول إلى صافي التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية من خلال تحليل عناصر المطلوبات وحقوق الملكية في الميزانية المالية. من خلال الميزانية وما يظهر بها من أنشطة فهناك مجموعة من النسب والمؤشرات الهامة التي تختص بتقييم السيولة النقدية في المؤسسة، حيث أن قوة وضعف سيولة المؤسسة ترتبط بمدى توفر صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية لديها، فإذا كان صافي التدفق النقدي موجبا فهذا يمكن المؤسسة من إجراء التوسعات الإستثمارية والحصول على تسهيلات إئتمانية، بينما إذا كان صافي التدفق النقدي سالبا فهذا يعني أن على المؤسسة البحث عن مصادر تمويل جديدة لتغطية هذا العجز من خلال بيع بعض الإستثمارات أو الحصول على تسهيلات إئتمانية طويلة الأجل.<sup>3</sup>

## المبحث الثالث: الدراسات السابقة وما يميز الدراسة الحالية عنها

من أجل تكوين إطار مفاهيمي تستند إليه الدراسة الحالية في توضيح الجوانب الأساسية لموضوعها، فقد قمنا بمحاولة مسح الدراسات السابقة حول موضوع الدراسة.

<sup>1</sup>- بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 88.

<sup>2</sup>- ماجي مرصلي، أثر استخدام رافعتي التشغيل والمالية في تخطيط ربحية المشاريع الإستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة طاهر مولاي، سعيدة، الجزائر، 2017، ص 61.

<sup>3</sup>- وليد زهير أبو شعبان، مدى تأثير السيولة والفرص الإستثمارية على الهيكل المالي، مرجع سابق، ص 36.

## المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

إستقننا في بحثنا هذا من عدة دراسات نذكر منها:

أولاً: رسالة ماجستير ل: شعبان محمد، نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الإقتصادية، 2010.

هدفت هذه الرسالة إلى التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الإقتصادية والتحكم في أدوات التسيير المالي، وإبراز أهمية وجود دراسة تهتم بالإختيار الأمثل للهيكل التمويلي في المؤسسة الإقتصادية لدى المسيرين والمهتمين، كما سعت إلى تحديد أهم محددات إختيار الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية، ومحاولة الإطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسة الإقتصادية الجزائرية من خلال دراسة حالة مؤسسة إقتصادية جزائرية مدرجة في البورصة.

وبين أبرز النتائج المتوصل إليها:

- يمكن تصنيف مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الإقتصادية والتي تشكل هيكلها التمويلي إلى صنفين أموال الملكية وأموال الإستدانة؛
- تمثل تكلفة التمويل الكلية متوسط معدل المردودية الأدنى الذي تلتزم به المؤسسة الإقتصادية عند الحصول على التمويل المطلوب لتحقيق مشاريعها، ويتم حساب تكلفة التمويل الكلية إنطلاقاً من التكلفة النوعية لكل مصدر تمويلي على حدى، وتحدد تكلفة كل مصدر تمويلي بمقدار العوائد والمخاطر التي تعود على أصحاب هذه الأموال؛
- تتداخل مجموعة كبيرة من العوامل في تحديد وإختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة الإقتصادية، ومن بين هذه العوامل ما تفرضه طبيعة المحيط الخارجي، وهو خارج عن تحكم المؤسسة ويتمثل ذلك في معدل الضريبة على الأرباح، المؤسسات المنافسة، قطاع النشاط... إلخ، ومنها ما يتعلق بالمؤسسة نفسها كتكلفة التمويل، المردودية الإقتصادية، المخاطر المالية والتشغيلية، حجم المؤسسة... إلخ.

ثانياً: رسالة ماجستير ل: أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية،

2012.

تهدف هذه الرسالة إلى توضيح كل من الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل مع التعرض إلى مختلف أبعاده الرئيسية، كما سعت إلى معرفة ماهي الإستراتيجية التي يمكن للمؤسسة تطبيقها في مجالها الصناعي، حيث توصلت هذه الدراسة إلى بعض النتائج من أبرزها:



- يعد الهيكل المالي من أهم القرارات المالية في المؤسسة، وهو عبارة عن مصادر التمويل التي تشكل رأس المال سواء كانت ممتلكة أو مقترضة، حيث توجد هناك عدة عوامل تؤثر في إختيار شكل التمويل منها الخطر المالي والمرونة والسيطرة و الملائمة؛
- يعتبر تحديد الإستراتيجية من ضروريات التسيير الحديث، حيث تعرف على أنها خطة طويلة الأجل أو عملية تنمية وصيانة العلاقة بين المؤسسة والمحيط الذي تعمل فيه؛
- لا يقع إختيار الهيكل المالي والخيار الإستراتيجي فقط على عاتق المدير المالي، بل هناك أطراف أخرى تتدخل في إختيارهما والمتمثلة في الأطراف الداخلية (المساهمين بما فيهم المؤسسين أو الجدد، المسيرين، مجلس الإدارة)، والأطراف الخارجية (البنوك، الشركات المنافسة، عناصر المحيط المتغيرة).

ثالثاً: مذكرة ماستر ل: راندة فراح، مصادر التمويل الحديثة وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية، 2014.

سعت هذه المذكرة إلى إبراز واقع تقنيات التمويل التقليدية وطرق تقييمها، وإبراز أهم مصادر التمويل الحديثة للمؤسسة الإقتصادية وتقييمها، كما حاولت حصر وتحديد المفاهيم المختلفة والمتعلقة بالتمويل داخل المؤسسة، من خلال تحديد مصادر الأموال التي يمكن الحصول عليها وتأثيراتها على الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية، كما سعت أيضاً إلى التعرف على أهم مصادر التمويل الحديثة على المستوى العالمي مع ذكر تاريخ نشوئها والمزايا الناتجة عنها، والتعرف على بعض التمويلات الممنوحة من طرف بنك الفلاحة والتنمية الريفية وتوصلت هذه الدراسة إلى نتائج منها أبرزها:

- يعتبر التمويل الذاتي والتمويل من خلال اللجوء إلى القروض المصرفية بأنواعها من أهم الطرق التقليدية التي تلجأ إليها المؤسسات الإقتصادية لتغطية إحتياجاتها التمويلية؛
- يعتبر التمويل الذاتي والمتمثل في تمويل المؤسسة من خلال مواردها الداخلية المصدر الأول للتمويل، يعتبره قليل التكلفة والمخاطرة؛
- الأسهم العادية والممتازة حقوق ملكية تستفيد منها المؤسسة إلا انها تفقدها المرونة التسييرية وكذلك الوفورات الضريبية باعتبار العوائد توزع بعد فرض الضريبة على الأرباح؛
- النشاط التمويلي هو النشاط الأساسي لإستمرارية المؤسسة وحتى تتحقق هذه الأخيرة لابد من دراسة العوامل المحددة لنوع التمويل المناسب الذي بواسطته يتم تعظيم الأرباح وتقليل المخاطر للمؤسسة.

- تعتبر تقنية رأس المال المخاطر من أهم الوسائل الكفيلة لمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على توفير التمويل نتيجة نقص الضمانات، بإعتبار تدخل كمشاركة في رأس المال خلال حياة المؤسسة.

رابعاً: أ- أسماء بلعلمي، دور المرونة المالية في التأثير على قرارات هيكل رأس المال، 2016.

سعت هذه الدراسة على الربط بين قرارات رأس المال وبين المرونة المالية، بهدف معرفة مدى تأثير هذه الأخيرة على قرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في السوق المالي، حيث يتصف هذا السوق بصغر حجمه، وقلة السيولة فيه مما قد يؤدي إلى قلة مصادر التمويل المتاحة لتمويل نشاط الشركات، وخاصة أدوات الدين وحقوق الملكية والأسهم الممتازة.

حيث توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة غير خطية بين حجم الشركة والرافعة المالية؛
- الشركات الصغيرة والكبيرة تحتفظ برافعة مالية منخفضة، أما الشركات المتوسطة فتحفظ برافعة مالية مرتفعة؛
- العلاقة بين حجم الشركة والرافعة المالية علاقة خطية موجبة، أي أنه كلما كبر حجم الشركة كلما كان ميلها إلى التمويل بالإقتراض أكبر؛
- تعتمد الشركات على التمويل عن طريق إصدار الأسهم، وذلك من أجل الحفاظ على قدرة إضافية لإستدانة في المستقبل عند مواجهة الحالات غير المتوقعة، وهذا يدل على حاجة هذه الشركات الماسة إلى المرونة المالية؛

خامساً: أ- د- يوسف حجيم سلطان الطائي، م- د- حيدر جاسم عبيد الجبوري، المرونة المالية وتأثيرها في الحد من هشاشة النظام المصرفي، 2017.

يتجلى الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في التحقق من علاقة التأثير بين المرونة المالية وهشاشة النظام المصرفي، وبشكل أكثر تحديداً فقد سعت الدراسة إلى بناء إطار معرفي لموضوعات الدراسة (المرونة المالية وهشاشة النظام المصرفي) ومضامينها الفرعية عبر تتبع المسارات الفكرية للأدبيات المتخصصة، وتجدير المعرفة التي تحويها، لتقديم تأصيل مفاهيمي يصف الإتجاهات التفسيرية لتلك الموضوعات ويصف آراء المنظرين بصدها على وفق مجال المعالجة و مستوى تحليلهم لمضامينها وأبعادها. وتشخيص وتحديد أبرز مؤشرات ومقاييس المرونة المالية في المصارف التجارية عينة الدراسة،

كما هدفت إلى تحديد أبرز مؤشرات هشاشة النظام المصرفي في المصارف التجارية، وإختبار العلاقة بين المرونة المالية وهشاشة النظام المصرفي على مستوى المصارف المبحوثة.

حيث توصلت هذه الدراسة إلى إستنتاجات منها أبرزها:

- بينت نتائج تحليل المؤشرات الثلاثة التي تم بموجبها قياس المرونة المالية أنها قد تباين تطبيقها في المصارف المبحوثة، وهذا يعود إلى مدى إدراك المصارف التي حققت معدلات مرتفعة بضرورة تحصين نفسها من الصدمات غير المتوقعة؛
  - أظهر مؤشر تحليل هشاشة النظام المصرفي للمصارف المبحوثة أن هناك مصرفين لم يكن تطبيقهما بالمستوى المطلوب على المؤشر المذكور، وهذا يعود إلى عدم تحقيق عائد على الموجودات وحق الملكية مما جعلهما مهددين بخطر الإفلاس أكثر من غيرهما؛
  - أظهرت النتائج أن حفاظ المصارف المبحوثة على أصول سائلة أو أصول يمكن تحويلها إلى نقد بسرعة جعلها أكثر قدرة على مواجهة خطر الإفلاس؛
  - أن قدرة المصارف المبحوثة على الإقتراض من خلال إمتلاكها لأصول يمكن تصفيتها بسرعة، أسهم إلى حد مقبول في خلق وضع مالي ملائم لتلك المصارف؛
  - لم تعمل المصارف المبحوثة على توفير صافي تدفق نقدي يمكن أن يكون له الأثر الواضح في تقليل مستويات ضعف النظام المالي لعدد من تلك المصارف؛
  - عملت الموجودات النقدية وقابلية الدين للمصارف المبحوثة على رفع القيمة السوقية لحق الملكية بشكل مقبول، إلا أنها لم تأخذ بعين الإعتبار صافي تدفق نقدي يمكن أن يرفع من القيمة المذكورة.
- سادسا: أ- د- ظاهر محسن منصور الغالبي، أ- م- حيدر حمودي علي الزبيدي، دور مرونة الهيكل المالي للشركات في تجنب الأزمة المالية، 2017.

تهدف هذه الدراسة إلى بيان دور المرونة المالية في تجنب الأزمة المالية، وتحديد أهمية المتغيرات الرئيسية للبحث (المرونة المالية، الأزمة المالية) بالنسبة للمصارف التجارية عينة البحث عن طريق تحديد وتشخيص مؤشراتهما، والوقوف على واقع المصارف التجارية ومصادر التمويل وآلية عمل المصارف التجارية عينة البحث، وتحديد المشاكل والتحديات القانونية والإدارية التي تواجه أعمال المصارف عامة ومصادر التمويل خاصة، كما هدفت إلى تحديد مؤشرات هيكل رأس المال المتسم بالمرونة المالية عن طرق بيان فرضياته، والتركيز على مزاياه، وتحديد أسباب الأزمة المالية الحالية وتحديد وقياس مؤشراتهما وإختبار المصارف التجارية عينة البحث.

وتوصلت هذه الدراسة إلى نتائج أهمها:

- تظهر نتائج التحليل المالي إرتفاع نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات، وأن جزءا كبيرا من هيكل رأس المال قد تم تمويله عن طريق الأموال المقترضة مقارنة بإجمالي الموجودات، وهذا يفسر محدودية المرونة المالية لدى المصارف التجارية بسبب إرتفاع المديونية ومحدودية القدرة على الإقتراض في المستقبل؛
- يبين التحليل المالي للدراسة إرتفاع نسبة الديون إلى حق الملكية في أغلب المصارف التجارية عينة البحث، وهذا مؤشر على أن أموال حق الملكية منخفضة جدا إذا ما قيست بأموال المديونية، وهو يفسر ضعف المرونة المالية بسبب إرتفاع أموال المديونية ومحدودية قدرة المصارف على الإقتراض؛
- تشير النتائج وعبر التحليل المالي للبحث إرتفاع معدل الأرباح مقارنة بأموال الملكية وهذا يفسر المخاطر العالية التي تتعرض لها المصارف التجارية عينة البحث والناجمة عن زيادة الرافعة المالية.

#### المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

إستقدنا في بحثنا هذا من عدة دراسات أجنبية نذكر منها:

أولا: دراسة (Jensen , 2013) بعنوان: محددات الهيكل المالي: دراسة تطبيقية على الشركات الدنماركية المدرجة

#### “Determinants of Capital Structure : An Empirical Study of Danish Listed companies”

هدفت الدراسة إلى تحليل محددات الهيكل المالي لعدد 106 من الشركات الدنماركية في الفترة ما بين 2001 إلى 2011، وإعتمدت الدراسة نظريات المالي المتمثلة في نظرية المبادلة و نظرية الإلتقاط، وتمثلت المحددات في الربحية والحجم وهيكل الأصول وفرص النمو و المخاطرة ومخصص الإهلاك والعجز المالي وسرعة ضبط الهيكل المالي، واستخدمت الدراسة الإحصاء الوصفي والإرتباط والإنحدار المتعدد لدراسة تأثير المحددات على تركيبة رأس المال، واستخدمت الدراسة نموذج التأثيرات الثابتة من نماذج Panel Data و ذلك للوقوف على معاملات المحددات لهيكل رأس المال ومستوى الدلالة الإحصائية لكل متغير.

و من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ما يلي:

أن متغيرات الحجم وهيكل الأصول والربحية كان لها تأثير سلبي على هيكل رأس المال، وكان الأثر ذو دلالة إحصائية، بينما كان أثر معدل النمو أثرا إيجابيا ولكن لم يكن دال إحصائيا.

ثانياً: دراسة (Hossin and Ali ,2012) بعنوان: أثر عوامل الشركة على قرار الهيكل المالي: دراسة تطبيقية على الشركات البنغالية

**“Impact of Firm Spesific Factors on Capital Structure Decision : An Empirical Study of Bangladeshi Companies”**

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير عوامل الشركة على قرار هيكل رأس المال لعينة من 39 شركة مدرجة في سوق داكا للأوراق المالية في الفترة 2003-2007، واتبعت الدراسة المنهجية بإفترض عدم وجود علاقة بين الربحية ونسبة الأصول الثابتة ومعدل الضريبة ومعدل النمو والسيولة والحجم وتوزيع الأرباح والملكية الإدارية والتصنيف الصناعي حيث كان تأثير الرفع المالي وذلك باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة من نماذج Panel Data تحليل الانحدار المتعدد.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة مايلي:

وخلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والمتغيرات المستقلة التالية: الربحية ونسبة الأصول الثابتة والسيولة والحجم وتوزيع الأرباح والملكية الإدارية والتصنيف الصناعي، وهناك علاقة موجبة بين الرفع المالي ومعدل الضريبة ومعدل النمو، ولكنها لم تكن دالة إحصائياً، كما أظهرت الدراسة بوجود فروق ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الأصول وأجمالي الديون في كافة المجالات الصناعية في بنغلادش.

ثالثاً: دراسة (Ozgun Arslan , Chrisostomos Florackis , Aydin Ozkan) بعنوان: المرونة المالية، إستثمار الشركات والأداء، 2013.

**“ Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance”**

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة آثار المرونة المالية على إستثمارات الشركات وأدائها خلال أزمة الشرق في 1997 - 1998 - حيث تمثل الأزمات الإقتصادية والمالية بوضوح صدمات خارجية، وتسعى إلى دراسة صلاحية الشركات وربحياتها وتدفقاتها النقدية في ظل هذه الأزمات، حيث ركزت بشكل أساسي على قرارات السحب والأموال المقترضة كطرق للمحافظة على مرونتها، كما سعت إلى تصنيف الشركات إلى عدة مجموعات من المرونة المالية على أساس مراكز الرفع المالي والاحتفاظ بالنقد خلال الفترة ما قبل الأزمة، كما تهدف إلى ما إذا كانت الشركات التي حققت مرونة مالية في الفترة ما قبل الأزمة قد إستقادة من فرص الإستثمار خلال الأزمة، وحاولت معالجة العلاقة بين المرونة المالية والإستثمار وتقديم

نظرة ثاقبة حول تأثيرات الصدمات في جانب العرض على إستثمارات الشركات، ودراسة ما إذا كان أداء الشركات التي تتمتع بمرونة أكبر يختلف عن أداء الشركات الأقل مرونة. ومن أهم ما لخص من النتائج المتوصل إليها من هذه الدراسة:

يبدو أن الشركات المرنة تتمتع بقدرة أكبر على متابعة فرص النمو لمواجهة النقص غير المتوقع في الأرباح خلال الأزمات، ومن بين عنصري المرونة هما: النقد والرافعة المالية، كما تشير هذه النتائج إلى أن النقد يتم الاحتفاظ به بشكل رئيسي وكشكل من أشكال التأمين ضد الضائقة المالية والإفلاس. لا يمكن للشركات أن تعتمد فقد على الإنتماء لمجموعة أعمال للتحوط من حالات الطوارئ المستقبلية غير المؤكدة. لا تؤدي المرونة المالية فقط إلى زيادة نفقات الإستثمار وانخفاض حساسية التدفق النقدي للإستثمار، ولكن أيضا إلى تحسين الأداء خلال الأزمات.

رابعا: دراسة (Mirkhalili, T.A and Mahmoudabadi, H.K, 2018) بعنوان: تأثير المرونة المالية على سلوك الشركات المدرجة في طهران لتداول الأسهم

#### “ The Effect of Financial Flexibility on Financial Behavior of Companies Listed in Tehran Stock Exchange ”

إن الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو دراسة تأثير المرونة المالية على السلوك المالي في الشركات المقبولة في طهران المدرجة في البورصة، كما تهدف هذه الدراسة إلى تحديد تعريف المرونة المالية ودراسة تأثيرها على السلوك المالي من خلال الإحصاء، حيث تتكون العينة المستخدمة من 100 شركة مقبولة في بورصة طهران خلال السنوات من 2009-2015، وتسعى أيضا إلى تحديد النشاط الإستثماري، ونسبة توزيع الأرباح، وكمية النقدية القابضة، وقيمة الشركة، حيث تم تحليل البيانات عن طريق إستخدام نماذج الإنحدار متعدد المتغيرات على أساس لوحة البيانات التقنية، وإستخدام برنامج الإقتصاد القياسي Eviews.

ولخصت نتائج الدراسة كالتالي:

أن المرونة المالية لها آثار إيجابية وذات مغزى على النشاط الإستثماري للمؤسسات، وتوصلت أيضا الدراسة إلى أن المرونة المالية كانت لها آثار سلبية ذات مغزى على الأرباح ونسبة الدفع، كما أن المرونة المالية هي أكثر عنصر مهم وفعال في هيكل رأس المال، وأن عند إرتفاع المرونة المالية في المؤسسات تصبح أكثر ميلا لزيادة رأس المال من أجل توفير الموارد اللازمة، وتوصل الباحثان أيضا إلى

أن المرونة المالية وتعتمد على تكلفة التمويل الخارجي، ومعدل الضريبة على المؤسسة، وفرصة الإحتفاظ بالنقد.

### المطلب الثالث: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

معظم هذه الدراسات تهدف إلى تحديد مصادر التمويل والهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسات، كما هدفت بعض الدراسات الأخرى إلى تحديد أدبيات ومفاهيم المرونة المالية على أساس دراسة كل متغير على حدى، ولكن الإختلاف يكمن في أن هذه تمت على أكثر من مؤسسة في معظم الدراسات كدراسة مقارنة بينها، عكس دراستنا الحالية التي إقتصرتناها على مؤسسة إسمنت -تبسة- فقط، وذلك عن طريق تحليل مؤشرات التوازن المالي، الذي كان لها دور في إعطائنا نتائج عن الوضعية المالية من خلال الكشوفات والقوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة، كما حاولت دراستنا التعرض إلى أهم نسب السيولة والرافعة المالية لإختبار مدى قدرة المؤسسة على مواجهة الصدمات وتقييم مرونتها المالية، وكذا تقييم هيكلها التمويلي في تحقيق المرونة المالية وأمثليته خلال الفترة (2015-2018).

## خلاصة الفصل

حاولنا الإشارة في هذا الفصل إلى مجمل الجوانب النظرية المتعلقة بالموضوع، فقد قمنا بإدراج إطار عام للأسس النظرية حول هيكل التمويل الأمثل والمرونة المالية، حيث تطرقنا في المبحث الأول للهيكل التمويلي الأمثل وسياساته، ومحدداته، ومصادره، وأهم النظريات المفسرة له، وتحديد أهم نسب الهيكل التمويلي بهدف إسقاطها على الجانب التطبيقي للدراسة، ثم إنتقلنا إلى المبحث الثاني علاقة الهيكل التمويلي الأمثل بالمرونة المالية، وحاولنا إبراز أهم الأدبيات النظرية التي تناولت المرونة المالية وأدوات قياسها، بالإضافة إلى مؤشراتنا، وفي نهاية الفصل حاولنا الإشارة إلى الدراسات التي تناولت الموضوع محاولين إبراز أوجه الشبه والاختلاف بينها وبين دراستنا، وفي النهاية خلصنا في حالة وجود هيكل تمويلي أمثل وبتحقيقه للمرونة المالية سيؤدي إلى الرفع من العائد على حقوق المساهمين، وبالتالي إرتفاع قيمة المؤسسة والتقليل من الصدمات الغير متوقعة، وسنحاول من خلال الفصل التطبيقي دراسة مدى مساهمة الهيكل التمويلي الأمثل لتحقيق المرونة المالية في المؤسسة الإقتصادية.



## الفصل الثاني:

دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في  
مؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة -

## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة-

### تمهيد

لكي نزيد التمعن والتعمق في هذا الموضوع ارتأينا إلى هذه الدراسة التطبيقية التي تتمحور حول الوضعية المالية الخاصة بمؤسسة إسمنت -تبسة-، فبعد استعراضنا للدراسة النظرية من دراسة مصادر الهيكل التمويلي والسياسات التمويلية، وأهم النظريات المفسرة له كان هذا موضوع المبحث الأول من الدراسة النظرية، وفي المبحث الثاني حاولنا التطرق إلى أهم الأدبيات النظرية التي تناولت المرونة المالية وكذا أدوات قياسها، بالإضافة إلى مؤشرات المرونة المالية، ولكون ما سبق كان على سبيل الدراسة النظرية، فمن خلال هذا الفصل سنحاول إسقاط بعض أهم النقاط التي تعرضنا لها في الجانب النظري على الجانب التطبيقي، ولذلك أخذنا المؤسسة الاقتصادية إسمنت -تبسة- لعينة الدراسة وذلك خلال الفترة (2015-2018).

ولغرض الإلمام بموضوع هذا الفصل، قسم إلى ثلاث مباحث كآلاتي:

- ❖ المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة-
- ❖ المبحث الثاني: عرض وتحليل نتائج الدراسة
- ❖ المبحث الثالث: إختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة -

### المبحث الأول: تقديم عام لمؤسسة الإسمنت ماء الأبيض - تبسة -

شهد الإقتصاد الوطني تحولات وتغيرات مست العديد من المؤسسات العمومية فمنها من تجاوزت وإستمرت لتحقيق أهدافها وفرضت وجودها على المستوى الوطني ومن بينها مؤسسة الإسمنت - تبسة - باعتبارها تساهم في قيام هياكل المشاريع التنموية إنطلاقا من طبيعة نشاطها المتمثل في منتجها المتميز على مستوى السوق المحلي وعليه سنتم الدراسة التطبيقية بمؤسسة الإسمنت - تبسة - .

### المطلب الأول: التعريف بمؤسسة الإسمنت - تبسة -

إن مشروع إنجاز هذه المؤسسة الذي يعد ضمن المخطط الرباعي الرابع (1976 - 1980) للتنمية والذي دخل حيز التنفيذ سنة 1985 تحت إشراف المؤسسة الوطنية لتوزيع مواد البناء (EDIMCO)، لكن في سنة 1988 تم تحويل ملف هذا المشروع إلى مؤسسة الإسمنت ومشتقاته للشرق بولاية قسنطينة، بسبب قربها جغرافيا من ولاية تبسة، وتعتبر مؤسسة إسمنت تبسة من أهم المؤسسات العمومية، وهي مؤسسة إقتصادية مساهمة متفرعة عن مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشرق والغرب والوسط، وتمثل مؤسسة الإسمنت الشرق ERCE الباعث الأساسي للمشروع المنجز بأحدث التكنولوجيا في نظام التحكم، تأسست بتاريخ 29 نوفمبر 1993 برأس مال قدره 800.000.000 دج تقسم إلى 8000 سهم قيمة كل سهم 100.000 دج مبينة بالجدول الآتي:

الجدول رقم (01): نسبة مساهمات مؤسسة إسمنت - تبسة -

المؤسسة المساهمة	عدد الأسهم	نسبة المساهمة
مؤسسة الإسمنت ومشتقاته الشرق ERCE	4800	60%
مؤسسة الإسمنت ومشتقاته الغرب ERCD	1600	20%
مؤسسة الإسمنت ومشتقاته الوسط ERDE	1600	20%

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على وثائق المؤسسة.

## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة -

وإبتداء من سنة 1997 أصبحت مؤسسة الإسمنت للشرق ERCE المساهم الوحيد بشرائها لباقي الأسهم من المؤسسات الأخرى، وفي سنة 1988 أصبح راس مال المؤسسة يقدر بـ 1200.000.000 دج وإرتفع راس مالها في سنة 2003 إلى 2700.000.000 دج. وقد ساهم في إنجاز هذه المؤسسة مؤسسات محلية وأجنبية موضحة كما يلي:

- FREDERIC LOURSON SMIDTH تخصصت في إنجاز المصنع واهتمت بإنجاز المخطط الكهربائي وكذا قامت بتعيين هندسة متابعة الإنجاز وتوريد الآليات؛
- BATIMETL تخصصت في إرسال الهياكل المعدنية؛
- COSIDER تخصصت في التجهيزات الأرضية والبناء؛
- SONELGAZ الجزائرية تكفلت بالغاز الطبيعي عن طريق الخط الإيطالي؛
- GAZODUC الكهرباء بقوة ضغط 90 كيلو فولت عن طريق خط تبسة جبل العنق. وقد تم إنشاء المصنع بالمراحل الآتية:

- إمضاء العقد 25 فيفري 1990؛

- وضع التنفيذ 31 أوت 1990؛

- تاريخ الإستلام المؤقت للمصنع والتوقيع في 15 فيفري 1993 وتحقق في ديسمبر 1994؛

- التسليم النهائي للمصنع 15 فيفري 1996 وقد كانت مدة إنجاز هذا المشروع 40 شهرا.

وفيما يخص المصنع فهو يقع في الماء الأبيض جنوب ولاية تبسة، ويبعد عنها حوالي 26 كلم بمحاذاة الطريق الوطني رقم 16 على مساحة 32 هكتار التي تعود ملكيتها إلى الدولة والخواص بالإضافة إلى تجهيز المصنع بتنظيم تشغيل آلي ونظام آلي للصيانة، أما المواد التي تدخل في صناعة الإسمنت (المواد الأولية) فهي مواد لا تزيد المسافة الفاصلة بين إستخراجها والمصنع عن 10 كلم وتضمن هذه المواد تشغيل المصنع لمدة 100 سنة، وبالنسبة للإضافات الأخرى فهي خامات الحديد الذي يتم جلبه من منجم الوزرة.

### المطلب الثاني: أهداف المؤسسة وإمكانياتها

لكل مؤسسة أهداف تصبو إليها من خلال ما تملكه من إمكانيات بشرية ومادية، كما هو الحال في

مؤسسة الإسمنت - تبسة -.

## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة -

### أولاً: أهداف مؤسسة الإسمنت - تبسة -

أنشئت هذه المؤسسة أساساً لتمويل الإقتصاد الوطني بمادة الإسمنت ومن ثم يكون الهدف الأكبر هو تحقيق التنمية الإقتصادية في هذا المجال، وتتمثل أهدافها فيما يلي:

#### 1- أهداف مالية وإقتصادية: تتمثل هذه الأهداف في:

- الزيادة في رأس المال وتسديد الديون وشراء إستثمارات جديدة لتوفير مناصب شغل؛
- إنتاج منتج يتصف بالمواصفات الدولية بما يسمح بالمنافسة؛
- تنمية الإقتصاد الوطني مع إمكانيات المساهمة في إنشاء مصانع جديدة؛
- تغطية العجز الجهوي خاصة في مجال الإسمنت ومواد البناء والتقليل من إستيرادها من الخارج؛
- تحقيق الأرباح والمساهمة في تطوير المؤسسة في إنشاء خط إنتاج بتكنولوجيا جديدة.

#### 2- أهداف إجتماعية وبيئية: تتمثل في:

- تدعيم المجهود الوطني في مجال التشغيل ومن ثم تخفيض البطالة؛
  - توفير مادة الإسمنت بأسعار معقولة ومقبولة مقارنة بأسعار المنتجات المستوردة ومن ثم المساهمة في خفض أسعار السكن إلى حد ما؛
  - تحسين المستوى المعيشي من خلال توزيع جزء من الأرباح؛
  - إضافة إلى ذلك تسعى المؤسسة إلى المحافظة على البيئة من خلال تجهيز المصنع بمجموعة من المصافئ لمنع وصول المواد والغازات المتطايرة من المداخل إلى البيئة.
- أما الهدف الرئيسي الذي تركز عليه المؤسسة فيتمثل في ضمان النوعية والكمية وكذا الحفاظ على إستقرار الأسعار هذا من الناحية الإقتصادية، أما من الناحية الإجتماعية فالهدف واحد عند كل المؤسسات وهو توفير مناصب عمل، وكذلك الإستفادة من توظيف الإطارات عالية المستوى والكفاءة.

#### ثانياً: إمكانيات مؤسسة إسمنت - تبسة -

تمتلك مؤسسة إسمنت - تبسة - إمكانيات بشرية ومادية معتبرة لا تتوافر لدى العديد من المصانع الجزائرية وهي تعمل على إستغلالها بفعالية من أجل ضمان السير الحسن للعمليات الإنتاجية والوصول إلى الأهداف المسطرة وتتمثل الإمكانيات فيما يلي:

#### 1- الإمكانيات البشرية: وتتضح الإمكانيات البشرية لمؤسسة إسمنت - تبسة - في الجدول الموالي:

الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت  
ماء الأبيض -تبسة-

الجدول رقم (02): الإمكانيات البشرية لمؤسسة إسمنت -تبسة-

البيان	2015	2016	2017	2018
إطارات مسيرة	5	5	5	5
إطارات سامية	135	113	108	115
إطارات	04	04	23	53
أعوان ماهرة	117	116	109	110
أعوان تنفيذيون	37	32	33	41
مجموع الأعوان الدائمون	294	266	255	271
المؤقتون	39	29	69	124
المجموع الكلي	333	295	324	395

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على معلومات مقدمة من إدارة الموارد البشرية.

2- الإمكانيات المادية: تتمثل في مصادر المواد الأساسية لصناعة الإسمنت وتتمثل في ثلاث مقالع:

أ- مقلع الحجر الكلسي: مساحته 230 هكتار يحتوي على ما يقدر بـ 90 مليون طن من مادة الحجر الكلسي.

ب- مقلع الرمل الكوارتزي: مساحته 21 هكتار يحتوي على 9 مليون طن من مادة الرمل.

ج- المقلع الطيني: مساحته 79 هكتار ويحتوي على إحتياطي يقدر بـ 32 ألف طن من الطين.

بالإضافة إلى التجهيزات الآتية:

أ- الكسارات: عددها ثلاثة (03) الأولى خاصة بمادة الكلس والثانية خاصة بمادة الطين، أما الثالثة خاصة بمادتي الحديد والجبس.

ب- مساحات مهياة للتخزين: عددها إثتان (02) يخزن فيها كل من الكلس، الحديد، الرمل، الطين، والجبس كل على حدى.

## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة -

- ج- الفرن: بطاقة متاحة بـ 1600 طن في الساعة لطهي المواد الأولية.
- د - خلاط المسحوق: بطاقة متاحة بـ 50 طن في الساعة لدمج وخط المواد.
- هـ - خلاط الكلنكر: بطاقة متاحة تقدر بـ 160 طن في الساعة.
- و - مركز للتوزيع: يحتوي على ثلاث حاويات لتعبئة الإسمنت.
- بالإضافة إلى مجموعة من وسائل الإستغلال متمثلة في: جرافات ورافعات وحفارات ووسائل النقل والشحن الثقيلة.

### المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي وتصنيف الوظائف

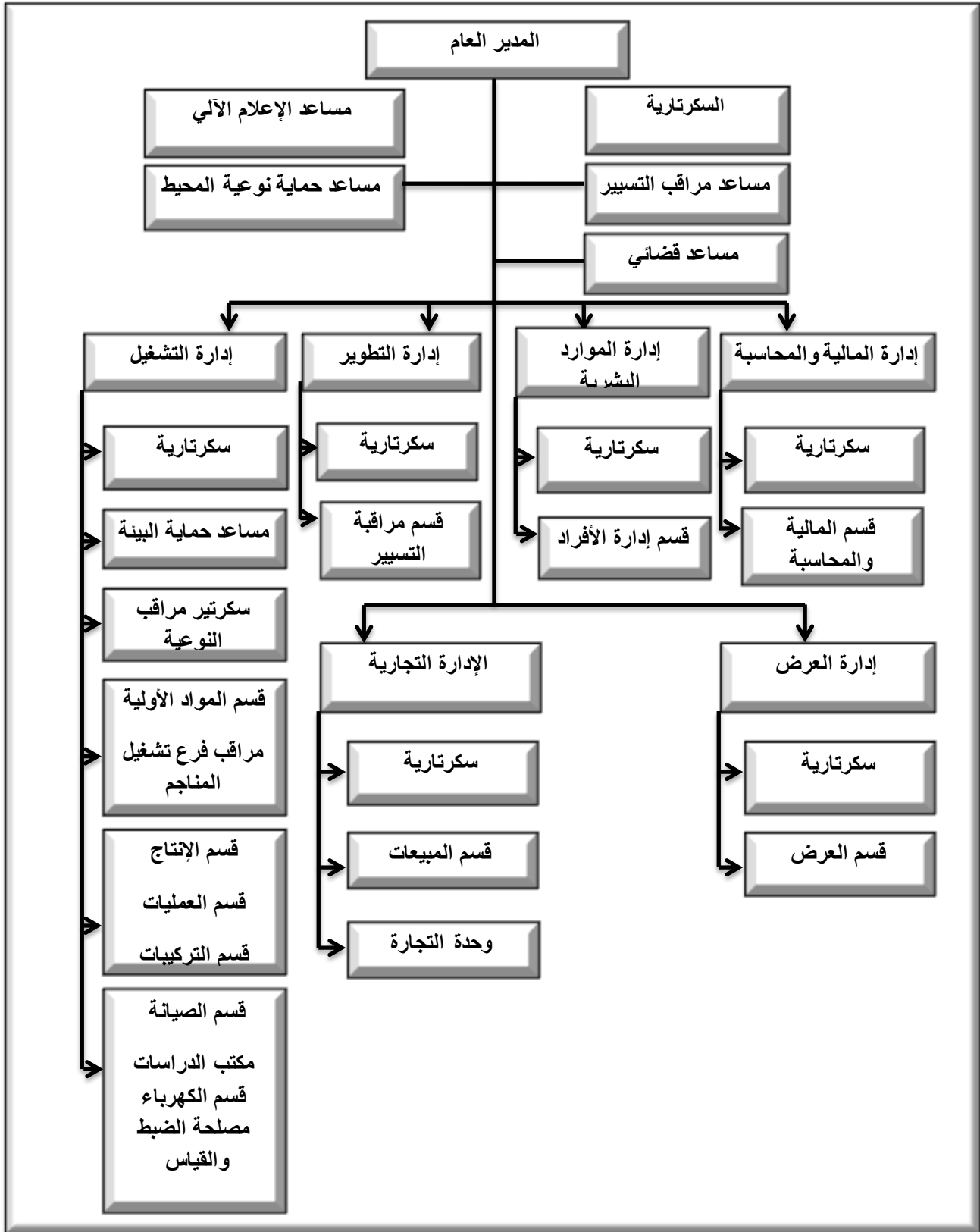
إن الهيكل التنظيمي لمؤسسة إسمنت - تبسة - تبرز فيه جميع الدوائر والمصالح تربطها علاقات وأنشطة متعددة، كل هذا من أجل تحقيق الفعالية في الإنتاج، وتحقيق الأهداف الموضوعية، مما يؤدي إلى إستمرارية النشاط وكذا سرعة دوران المعلومات، فالهيكل التنظيمي للمؤسسة يعبر عن تقسيم الأنشطة والمهام داخله على أساس وحدات تنظيمية بحيث أعطيت لكل وظيفة من الوظائف دائرة.

أولاً: الهيكل التنظيمي لمؤسسة إسمنت - تبسة -

لضمان سير الأشغال بمؤسسة إسمنت - تبسة - تم الإعتماد على الهيكل التنظيمي الآتي:

الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت  
ماء الأبيض - تبسة -

الشكل رقم (02): الهيكل التنظيمي لمؤسسة إسمنت - تبسة -



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على المعلومات مقدمة المؤسسة.



## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة-

### ثانيا تصنيف الوظائف:

تم تصنيف الوظائف في شركة إسمنت - تبسة - كما يلي:

- 1- مدير الإستغلال: مراقبة سير الأعمال في الدوائر الأتية: دائرة المواد الأولية، دائرة الإنتاج، دائرة الصيانة.
- 2- المستشار القانوني: الإشراف على القضايا القانونية والمنازعات الخاصة بالشركة.
- 3- المصلحة التجارية: الإشراف على عمليات بيع الإسمنت.
- 4- مصلحة مراقبة الجودة: يمكن معرفة مهام هذه المصلحة من خلال إسمها فهي المرشح الوحيد الذي يعطي النوعية الخاصة، وذلك بتحليلها في المختبر المجهز بأحدث الآلات.
- 5- دائرة المالية والمحاسبة: تقوم هذه الدائرة بمسايرة النشاط المالي للشركة، وكذا المحاسبي، وكذلك بالتدريج تحت المصالح المعهودة وهي مصلحة المحاسبة العامة ومصلحة المحاسبة التحليلية.
- 6- دائرة الإدارة والمستخدمين: يسيّر هذه الدائرة عدة مستخدمين موزعين على ثلاثة مصالح هي:
  - مصلحة المستخدمين؛
  - مصلحة الوسائل العامة؛
  - مراسل إجتماعي.
- 7- دائرة التموين: دورها تسيير عملية صناعة الإسمنت، وذلك بتوفير كل المواد التي تدخل في عملية الإنتاج، كما تحتوي على مخزن خاص، وهذه الدائرة تحتوي على مصلحتين هما:
  - مصلحة المشتريات: تقوم بجلب متطلبات المصنع؛
  - مصلحة تسيير المخزون: من خلالها يتم توزيع المخزون وتقسيمه على شكل حصص للدوائر المعنية.
- 8- دائرة الإنتاج: وهي الدائرة المسؤولة عن العتاد وتوفير كل الآلات التي تسهل عملية الإنتاج والتي تنقسم حسب مهامها إلى عدة مصالح:
  - مصلحة مكتب الدراسات؛
  - مصلحة الورشات العامة؛
  - مصلحة الكهرباء؛
  - مصلحة الضبط والقياس؛
  - مصلحة الميكانيك.

## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة-

**10- دائرة المواد الأولية:** وهي الأساس الذي يركز عليه المصنع، حيث توفر المواد الخام التي تدخل في صناعة الإسمنت وتنقسم بدورها إلى ثلاثة كسارات: كسارة الطين، كسارة الجبس، كسارة الكلس، كما أنها تنقسم إلى مصلحتين:  
- مصلحة الصيانة والعتاد؛  
- مصلحة الإستغلال وآلة التكسير.

### المبحث الثاني: عرض وتحليل نتائج الدراسة

من أجل إحتبار فرضيات الدراسة تم إختيار مؤسسة إسمنت -تبسة- لتطبيق آلية الهيكل التمويلي الأمثل بغرض تحقيق المرونة المالية، ومن خلال هذا المبحث سنتطرق إلى تحليل الميزانية الوظيفية بنسب الهيكل التمويلي ومؤشرات المرونة المالية.

### المطلب الأول: عرض الميزانية الوظيفية المختصرة لمؤسسة إسمنت -تبسة- للفترة (2015-2018)

قمنا في هذا المطلب بعرض وتحليل الميزانية الوظيفية المختصرة لمؤسسة إسمنت -تبسة- خلال الفترة المدروسة.

#### أولاً: عرض الميزانية الوظيفية المختصرة للفترة (2015-2018)

تمثل الجداول الموالية الميزانيات الوظيفية المختصرة لمؤسسة إسمنت -تبسة- للفترة (2015-2018).

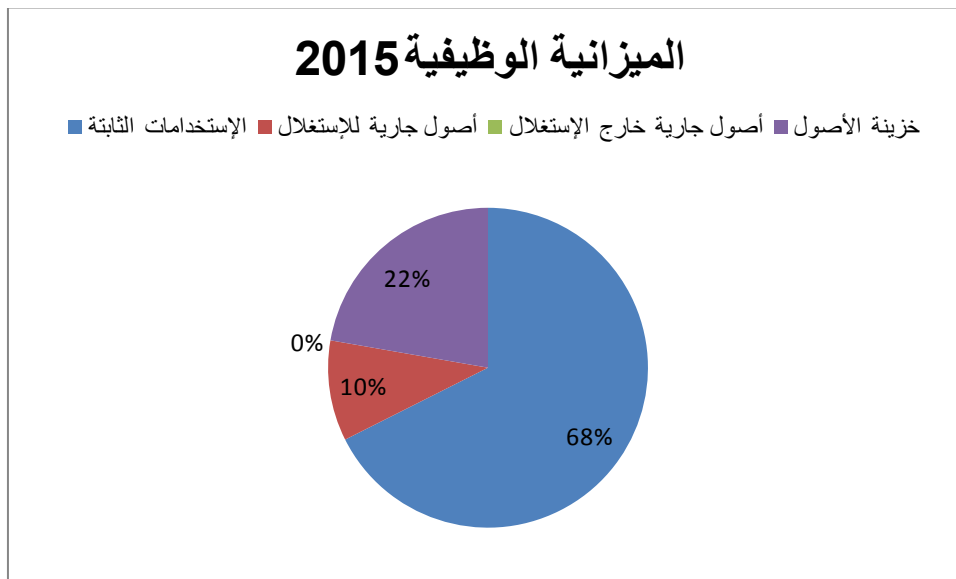
الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت  
ماء الأبيض - تبسة -

الجدول رقم (03): الميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة - 2015

المبلغ	الموارد	المبلغ	الإستخدامات
<b>14411610410.23</b>	<b>الموارد الدائمة</b>	<b>10651338351.47</b>	<b>الإستخدامات الثابتة</b>
13666331887.52	- الأموال الخاصة	10515056036.63	- تثبيتات مادية
745278522.71	- الديون	9389334.99	- تثبيتات مالية
		43398129.51	- تثبيتات معنوية
		83494850.34	- تثبيتات قيد الإنجاز
<b>1349450620.16</b>	<b>خصوم للإستغلال</b>	<b>1601089521.24</b>	<b>أصول جارية للإستغلال</b>
-	خصوم خارج الإستغلال	-	أصول خارج الإستغلال
-	خزينة الخصوم	<b>3508633157.68</b>	<b>خزينة الأصول</b>
<b>15761061030.39</b>	<b>مجموع الموارد</b>	<b>15761061030.39</b>	<b>مجموع الإستخدامات</b>

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على وثائق من المؤسسة.

الشكل رقم (03): التمثيل البياني للميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت - تبسة - 2015



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (03).

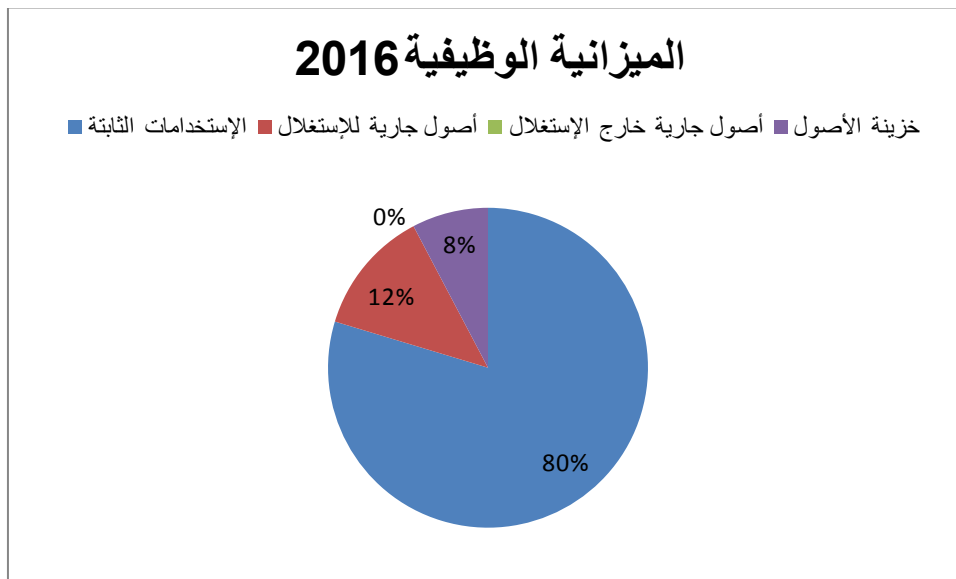
الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت  
ماء الأبيض - تبسة -

الجدول رقم (04): الميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة - 2016

المبلغ	الموارد	المبلغ	الإستخدامات
<b>15310404812.22</b>	<b>الموارد الدائمة</b>	<b>13188079653.87</b>	<b>الإستخدامات الثابتة</b>
14637120940.41	- الأموال الخاصة	10921603917.17	- تثبيات مادية
673283871.81	- الديون	2009389334.99	- تثبيات مالية
		43654129.51	- تثبيات معنوية
		213432272.20	- تثبيات قيد الإنجاز
<b>1244869867.07</b>	<b>خصوم للإستغلال</b>	<b>2090666274.59</b>	<b>أصول جارية للإستغلال</b>
-	خصوم خارج الإستغلال	-	أصول خارج الإستغلال
-	خزينة الخصوم	<b>1276528750.83</b>	خزينة الأصول
<b>16555274679.29</b>	<b>مجموع الموارد</b>	<b>16555274679.29</b>	<b>مجموع الإستخدامات</b>

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على وثائق من المؤسسة.

الشكل رقم (04): التمثيل البياني للميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت - تبسة - 2016



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (04).

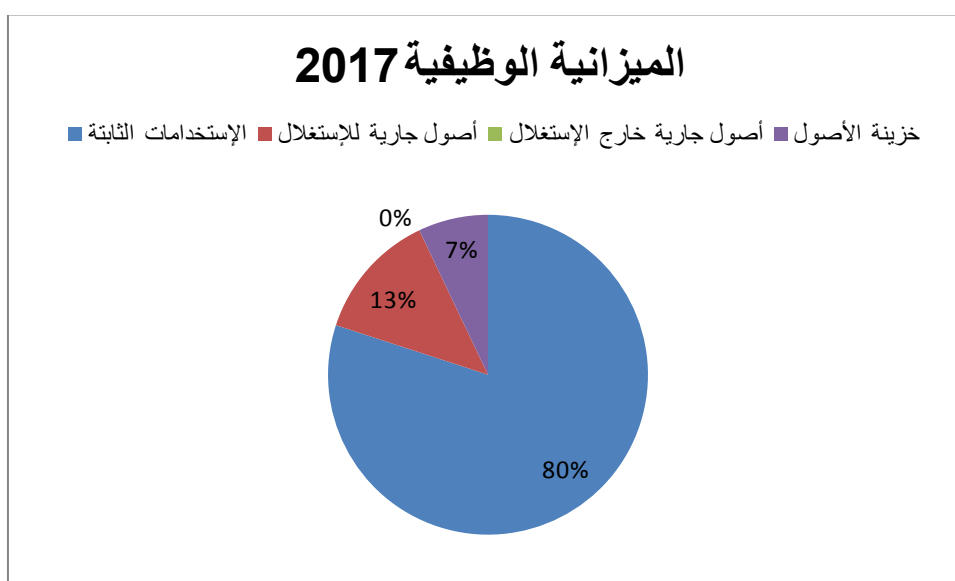
الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت  
ماء الأبيض - تبسة -

الجدول رقم (05): الميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة - 2017

المبلغ	الموارد	المبلغ	الإستخدامات
<b>16891563082.12</b>	<b>الموارد الدائمة</b>	<b>13832261655.91</b>	<b>الإستخدامات الثابتة</b>
16370058023.25	- الأموال الخاصة	11485952876.88	- تثبيات مادية
521505058.87	- الديون	2009389334.99	- تثبيات مالية
		43654129.51	- تثبيات معنوية
		293265314.53	- تثبيات قيد الإنجاز
<b>395599165.32</b>	<b>خصوم للإستغلال</b>	<b>2234056980.36</b>	<b>أصول جارية للإستغلال</b>
-	خصوم خارج الإستغلال	-	أصول خارج الإستغلال
-	خزينة الخصوم	<b>1220843611.22</b>	خزينة الأصول
<b>17287162247.49</b>	<b>مجموع الموارد</b>	<b>17287162247.49</b>	<b>مجموع الإستخدامات</b>

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على وثائق من المؤسسة.

الشكل رقم (05): التمثيل البياني للميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت - تبسة - 2017



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (05).

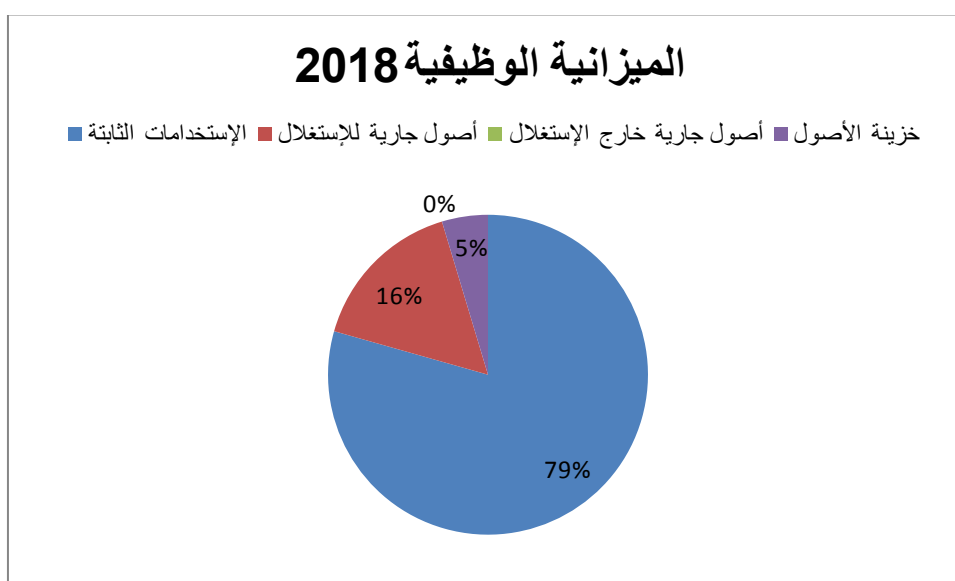
الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت  
ماء الأبيض - تبسة -

الجدول رقم (06): الميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة - سنة 2018

المبلغ	الموارد	المبلغ	الإستخدامات
<b>17087391578.02</b>	<b>الموارد الدائمة</b>	<b>14732203510.34</b>	<b>الإستخدامات الثابتة</b>
16415461838.02	- الأموال الخاصة	12228551504.84	- تثبيات مادية
671929740.00	- الديون	2049262006.00	- تثبيات مالية
		93470281.20	- تثبيات معنوية
		360919718.30	- تثبيات قيد الإنجاز
<b>1469822767.85</b>	<b>خصوم للإستغلال</b>	<b>2962134658.46</b>	<b>أصول جارية للإستغلال</b>
-	خصوم خارج الإستغلال	-	أصول خارج الإستغلال
-	خزينة الخصوم	<b>862876177.07</b>	خزينة الأصول
<b>18557214345.87</b>	<b>مجموع الموارد</b>	<b>18557214345.87</b>	<b>مجموع الإستخدامات</b>

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على وثائق من المؤسسة.

الشكل رقم (06): التمثيل البياني للميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت - تبسة - 2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (06).

## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة-

### المطلب الثاني: تحليل الميزانية الوظيفية لمؤسسة إسمنت -تبسة-

قمنا في هذا المطلب بتحليل المعلومات المدروسة باستخدام مؤشرات التوازن والنسب الهيكل التمويلي.

#### أولاً: تقييم مؤسسة إسمنت -تبسة- بمؤشرات التوازن

يمثل الجدول التالي مختلف قيم مؤشرات التوازن المالي من رأس المال العامل، والإحتياجات في رأس المال العامل وكذا الخزينة الصافية لمؤسسة إسمنت -تبسة-، وقبل إستعراض الجدول تتمثل مؤشرات التوازن في:

#### أ - حساب رأس المال العامل الوظيفي ( FRNG )

بالرجوع إلى الميزانيات الوظيفية نجد أن رأس المال العامل الوظيفي عبارة عن رأس المال العامل الصافي الإجمالي ( ر م ع ص إ )، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{ر م ع ص إ (FRNG)} = \text{موارد دائمة} - \text{إستخدامات ثابتة}$$

#### ب - حساب إحتياجات رأس المال العامل ( BFR )

هي إحتياجات التمويل الناشئة بفعل دورة الإستغلال وخارج الإستغلال وذلك بسبب الإختلاف الزمني بين التدفقات الحقيقية والتدفقات التمويلية الموافقة، وهي تنقسم إلى:

- إحتياجات في رأس المال العامل للإستغلال؛
  - إحتياجات في رأس المال العامل خارج الإستغلال.
- الإحتياج في رأس المال العامل للإستغلال (BFRE)، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{إ ر م ع إ (BFRE)} = \text{إحتياجات الإستغلال} - \text{موارد الإستغلال}$$

- الإحتياج في رأس المال العامل خارج الإستغلال (BFRHE)، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{إ ر م ع خ إ (BFRHE)} = \text{إحتياجات خارج الإستغلال} - \text{موارد خارج الإستغلال}$$

ومنه

$$\text{إ ر م ع (BFR)} = \text{إحتياج رأس المال العامل للإستغلال} + \text{إحتياج رأس المال العامل خارج الإستغلال}$$

الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت  
ماء الأبيض - تبسة -

ج- الخزينة الصافية (TN)

وتحسب بالعلاقة التالية:

الخزينة (TN) = رأس المال العامل الصافي الإجمالي - إحتياجات رأس المال العامل

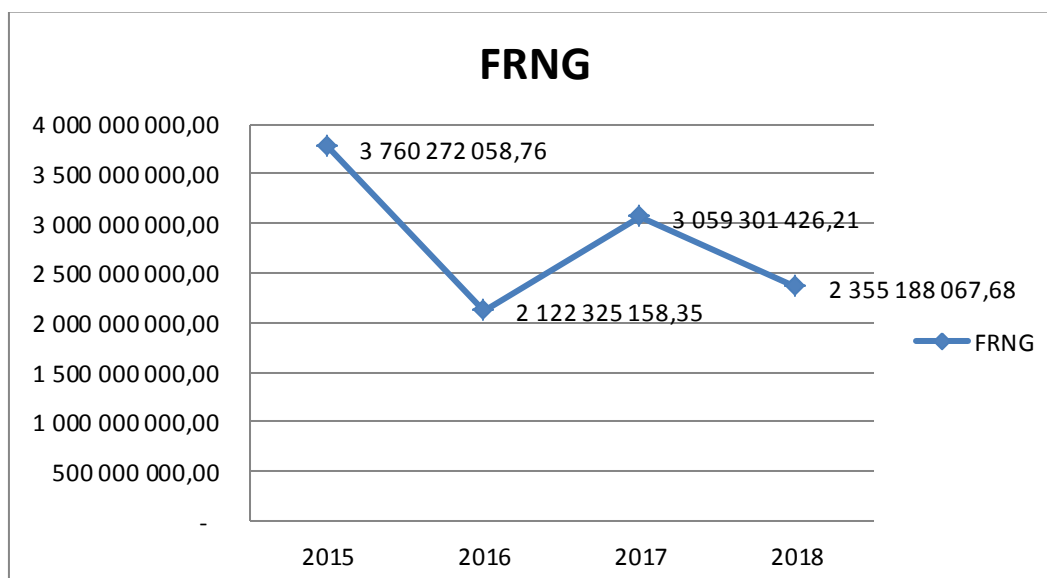
$$TN = FRNG - BFR$$

الجدول رقم (07): تقييم الهيكل التمويلي لمؤسسة إسمنت - تبسة - بإستعمال مؤشرات التوازن

2018	2017	2016	2015	البيان
2 355 188 067,68	3059301426.21	2122325158.35	3760272058.76	رأس المال العامل الصافي الإجمالي (FRNG)
1 492 311 890,61	183857815.04	845796407.52	251638901.08	إحتياجات رأس المال العامل (BFR)
862 876 177,07	1220843611.17	1 276 528 750,83	3 508 633 157,86	الخزينة الصافية (TN)

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على المعلومات المقدمة من المؤسسة.

الشكل رقم (07): يمثل تطور رأس المال العامل الوظيفي للفترة 2015-2018

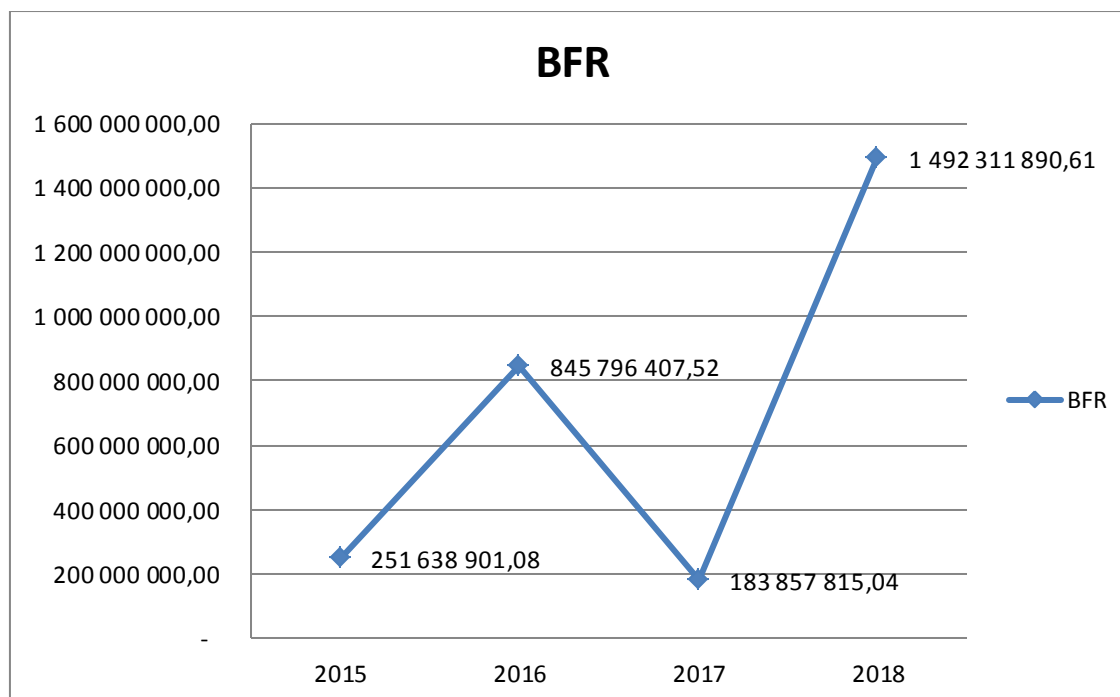


المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (07).



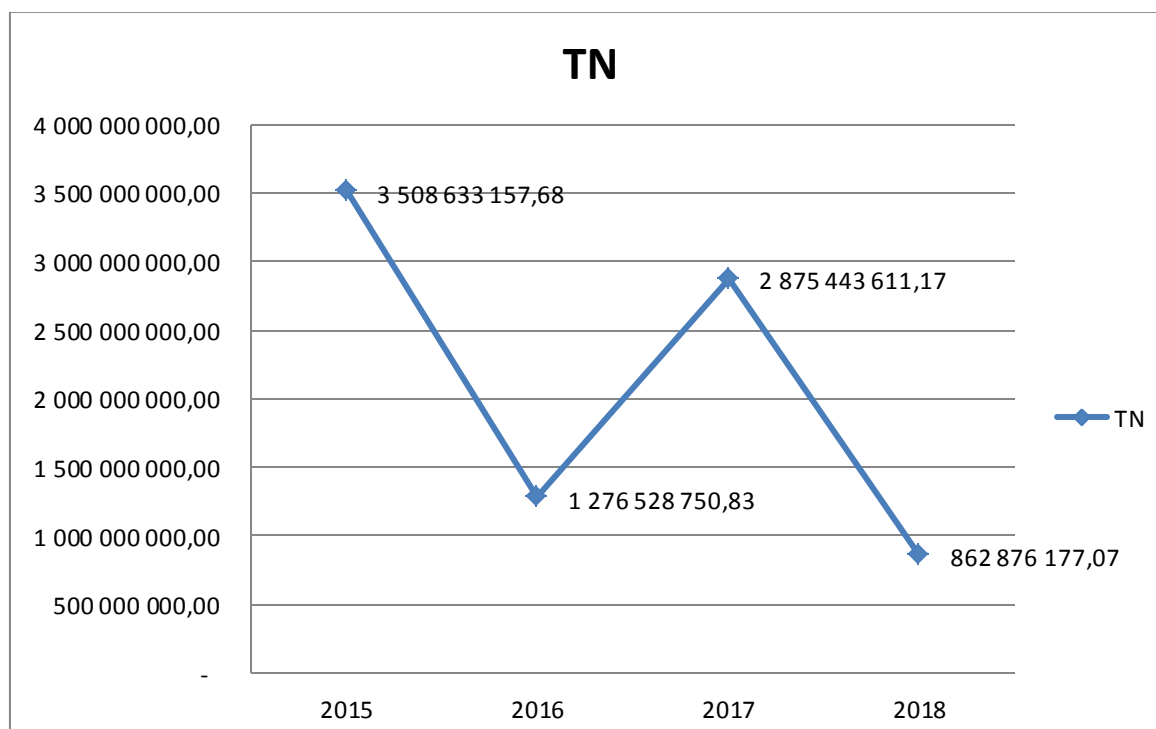
الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت  
ماء الأبيض -تبسة-

الشكل رقم (08): يمثل تطور الإحتياج في رأس المال العامل للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (07).

الشكل رقم (09): يمثل تطور الخزينة الصافية للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (07).

## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة-

ثانيا: تقييم مؤسسة إسمنت -تبسة- بإستخدام نسب الهيكل التمويلي

يمثل الجدول التالي مختلف نسب الهيكل التمويلي او الوضعية التي تسمح بإعطاء صورة عن

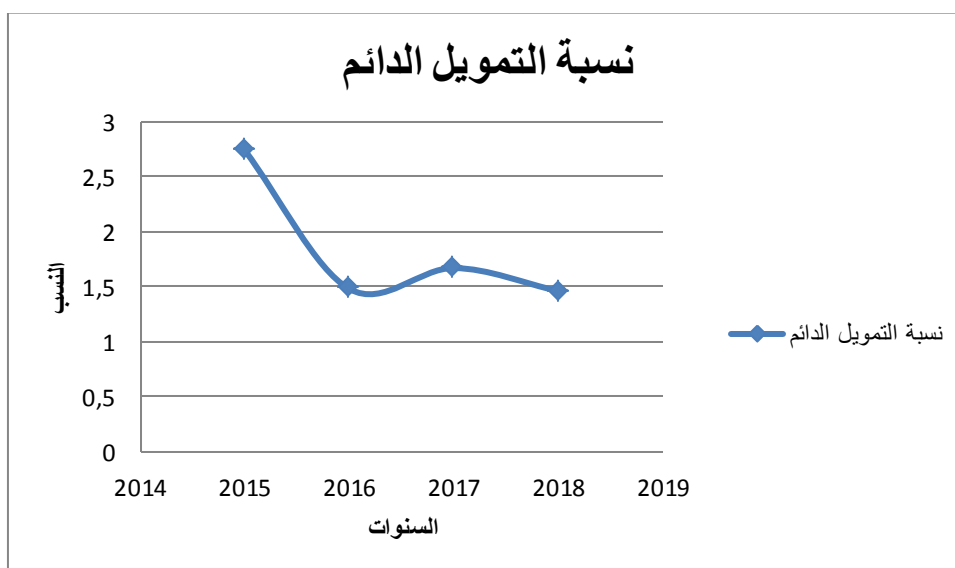
التوازن المالي الإجمالي.

الجدول رقم (08): نسب الهيكل التمويلي لمؤسسة إسمنت -تبسة- للفترة 2015-2018

2018	2017	2016	2015	البيان
1.46	1.67	1.48	2.74	نسبة التمويل الدائم = الأموال الدائمة /الأصول الثابتة
1.32	1.36	1.32	2.39	نسبة التمويل الذاتي = الأموال الخاصة /الأصول الثابتة
0.10	0.07	0.12	0.14	نسبة الديون إلى رأس المال = الديون / حقوق الملكية
0.56	0.26	0.58	0.41	الديون إلى إجمالي الأصول = مجموع الديون/مجموع الأصول
3.09	7.56	2.90	2.43	نسبة الإستقلالية المالية = الأموال الخاصة/مجموع الديون

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على المعلومات المقدمة من المؤسسة.

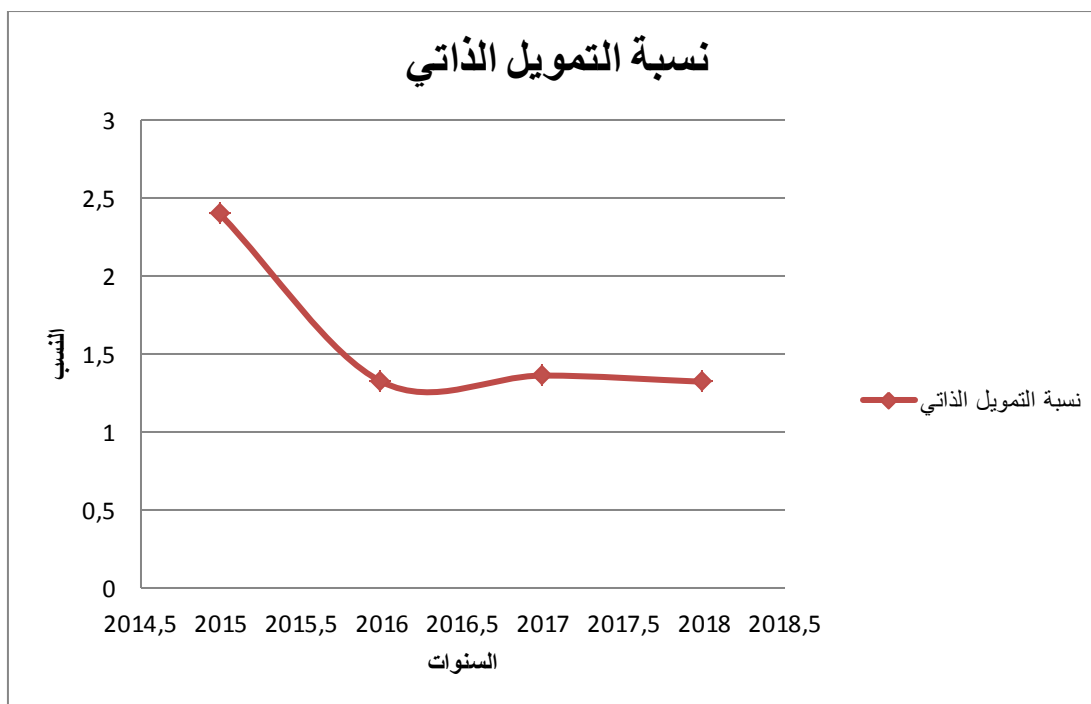
الشكل رقم (10): يمثل تطور نسبة التمويل الدائم للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (08).

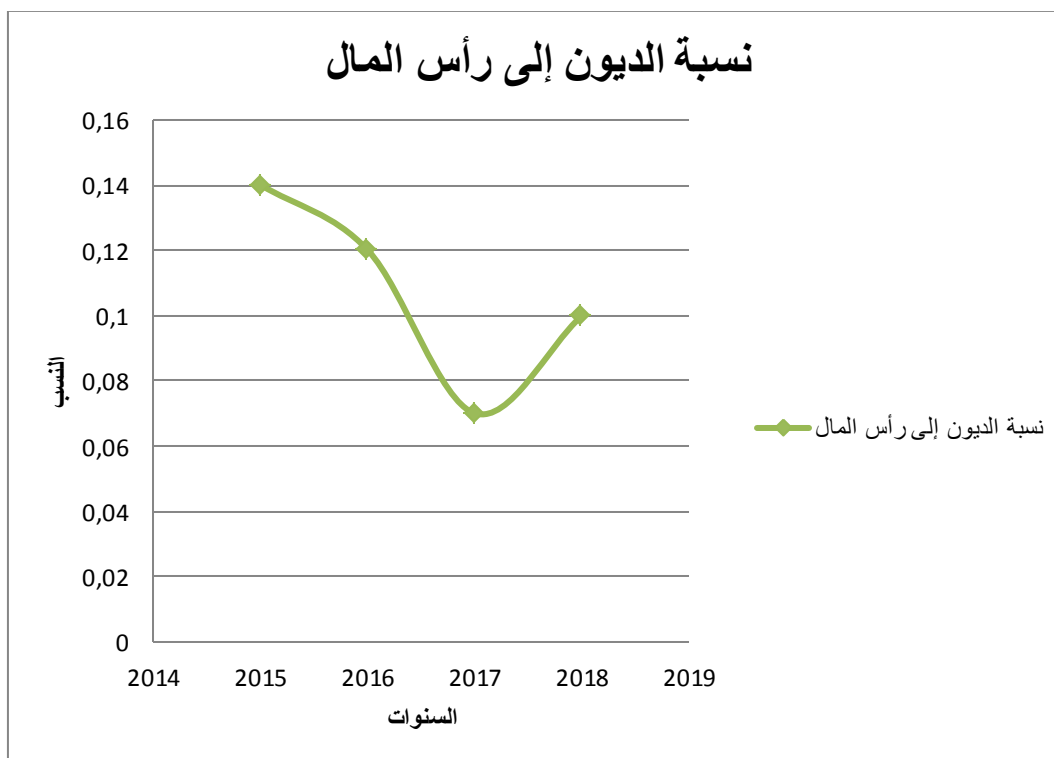
## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة -

الشكل رقم (11): يمثل تطور نسب التمويل الذاتي للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (08).

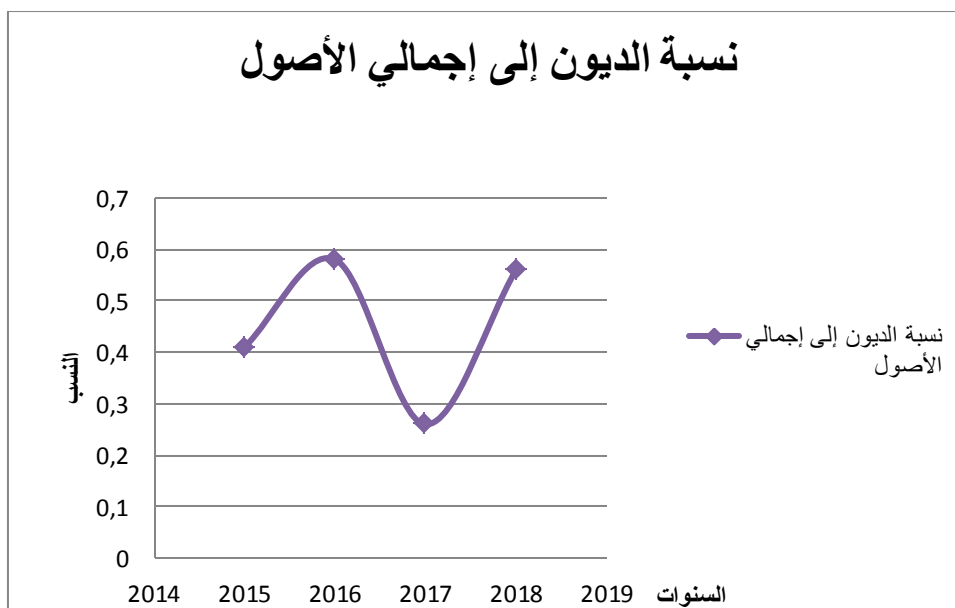
الشكل رقم (12): يمثل نسبة الديون إلى رأس المال للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (08).

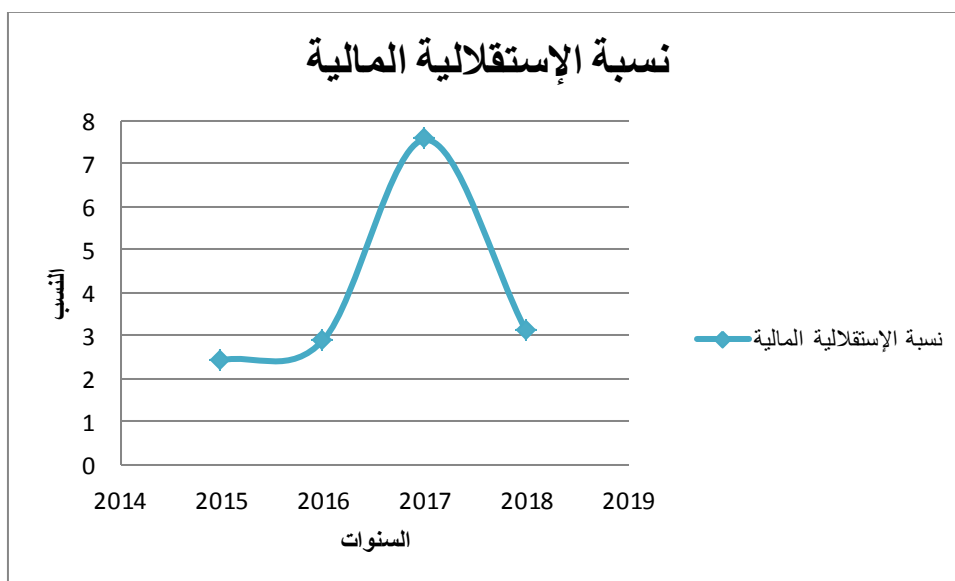
## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة -

الشكل رقم (13): يمثل تطور نسبة الديون إلى إجمالي الأصول للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (08).

الشكل رقم (14): يمثل تطور نسبة الإستقلالية المالية للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (08).

المطلب الثالث: تقييم مؤسسة إسمنت -تبسة- بإستخدام مؤشرات المرونة المالية وأدوات قياسها للفترة

2018-2015

لقد تم التعرض في هذا المطلب إلى أهم مؤشرات المرونة المالية وأدوات قياسها للمؤسسة محل

الدراسة والتي يمكننا قياسها.

الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت  
ماء الأبيض - تبسة -

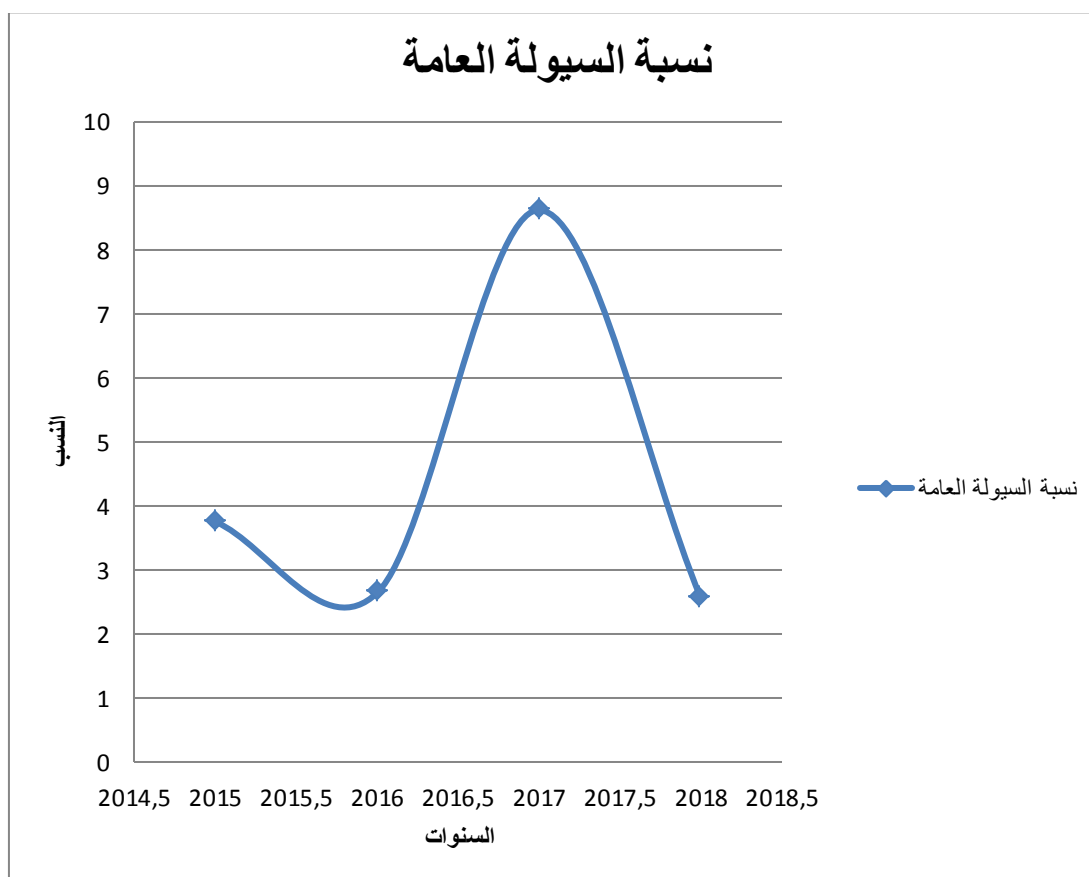
أ - دراسة سيولة المؤسسة

الجدول رقم (09): نسب السيولة في مؤسسة إسمنت - تبسة - 2015-2018

2018	2017	2016	2015	البيان
2.56	8.62	2.64	3.75	نسبة السيولة العامة = الأصول الجارية/الخصوم الجارية
1.10	3.80	1.33	2.68	نسبة السيولة المختصرة = الأصول الجارية - المخزون/ الخصوم الجارية
0.58	3.08	1.02	2.60	نسبة السيولة الفورية = القيم جاهزة/ الخصوم الجارية

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على معلومات من المؤسسة.

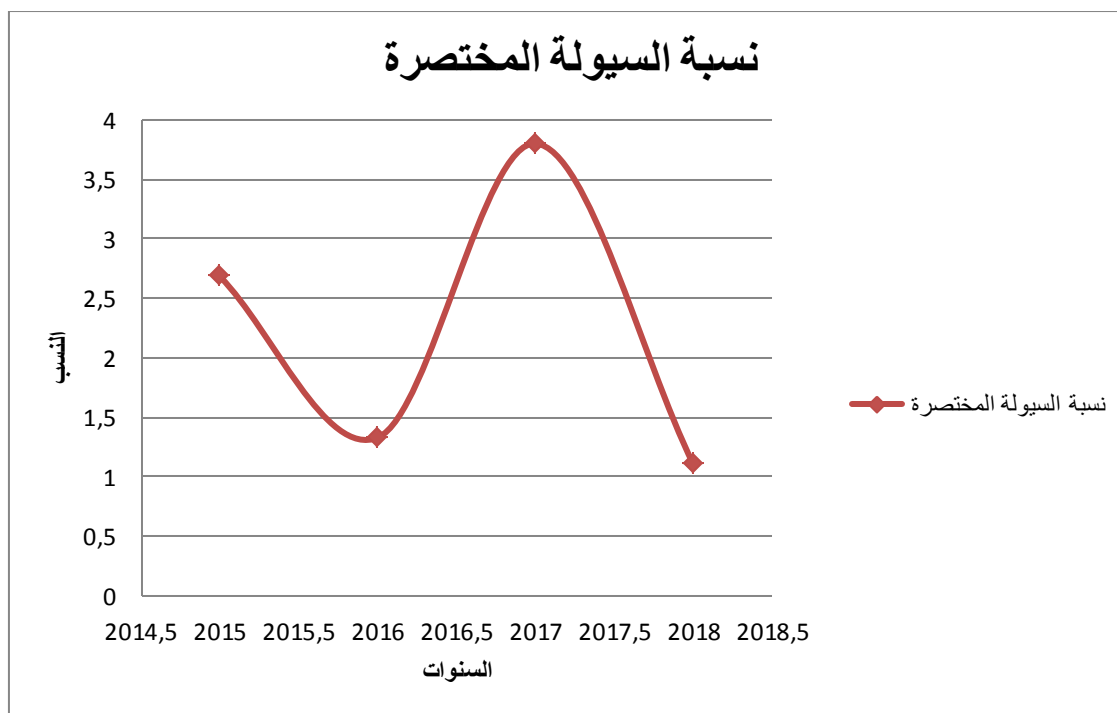
الشكل رقم (15): يمثل تطور نسبة السيولة العامة للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (09).

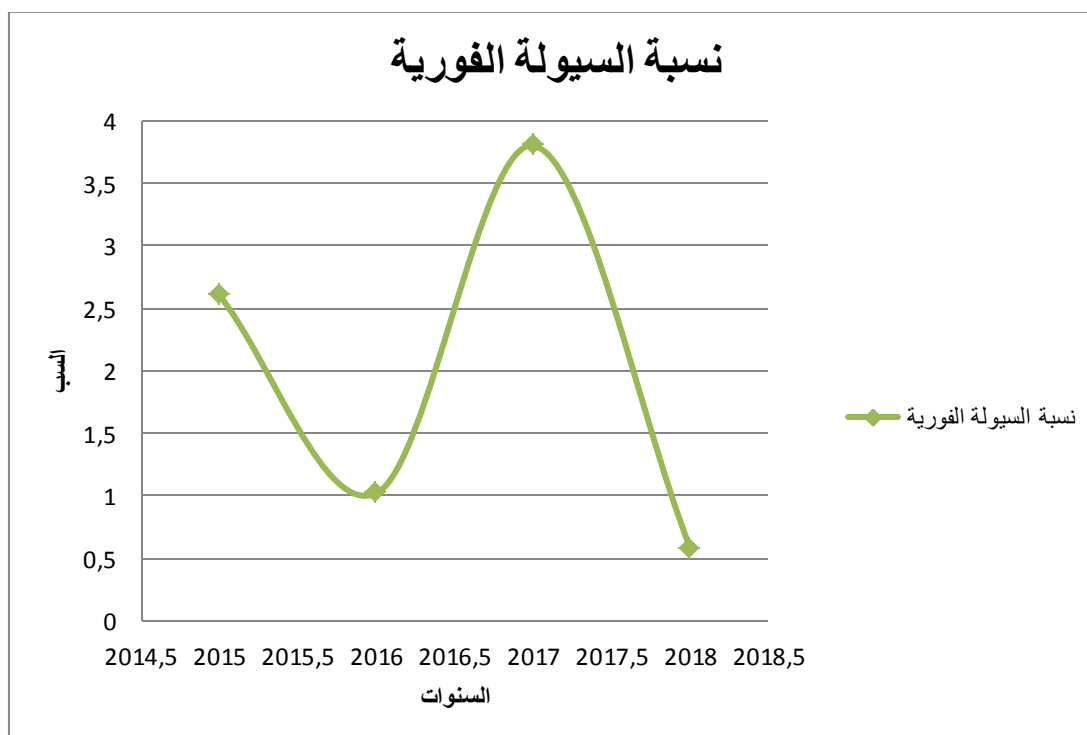
## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة -

الشكل رقم (16): يمثل تطور نسبة السيولة المختصرة للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (09).

الشكل رقم (17): يمثل تطور نسبة السيولة الفورية للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (09).

الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت  
ماء الأبيض -تبسة-

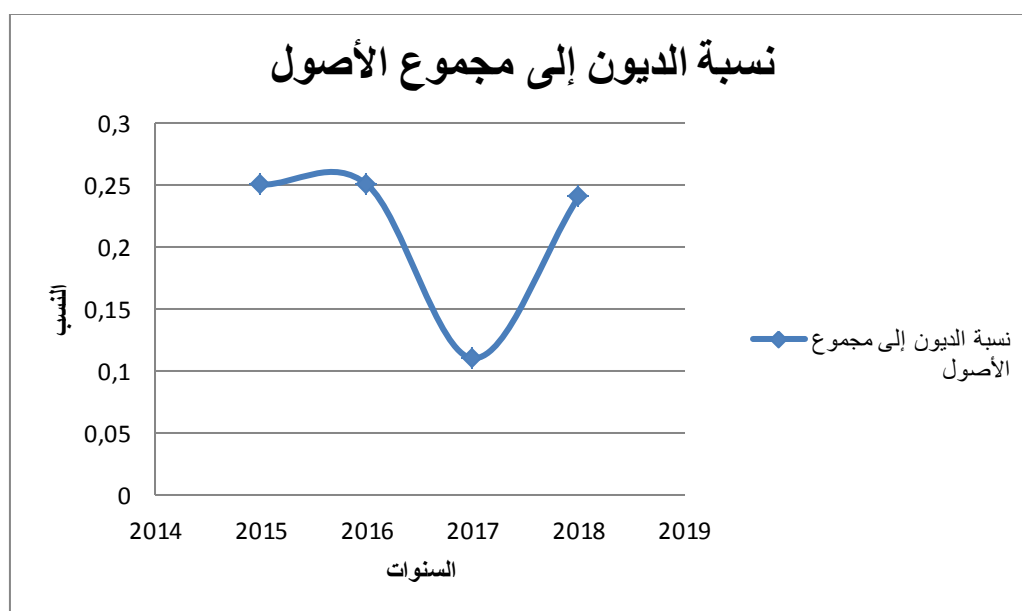
ب- دراسة الرافعة المالية للمؤسسة

الجدول رقم (10): نسب الرافعة المالية في مؤسسة إسمنت -تبسة-

2018	2017	2016	2015	البيان
0.24	0.11	0.25	0.25	نسبة الديون إلى مجموع الأصول = مجموع الديون/مجموع الأصول
0.10	0.07	0.12	0.14	نسبة الديون إلى حقوق الملكية = مجموع الديون/حقوق الملكية
0.09	0.06	0.10	0.12	نسبة هيكل رأس المال = خصوم غير متداولة/مجموع هيكل رأس المال

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على معلومات من المؤسسة.

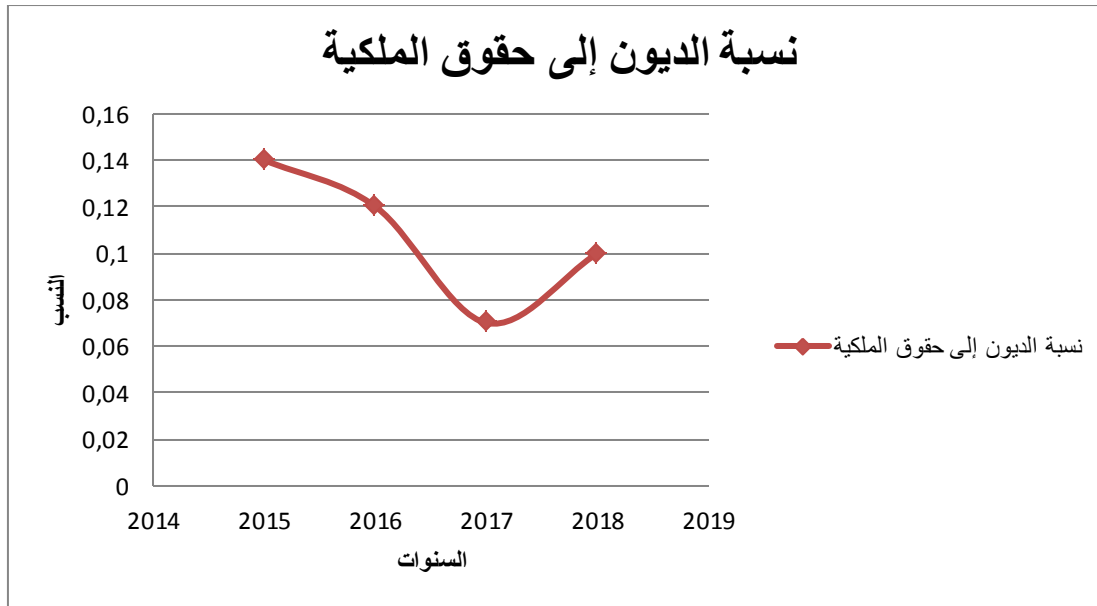
الشكل رقم (18): يمثل تطور نسبة الديون إلى مجموع الأصول للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (10).

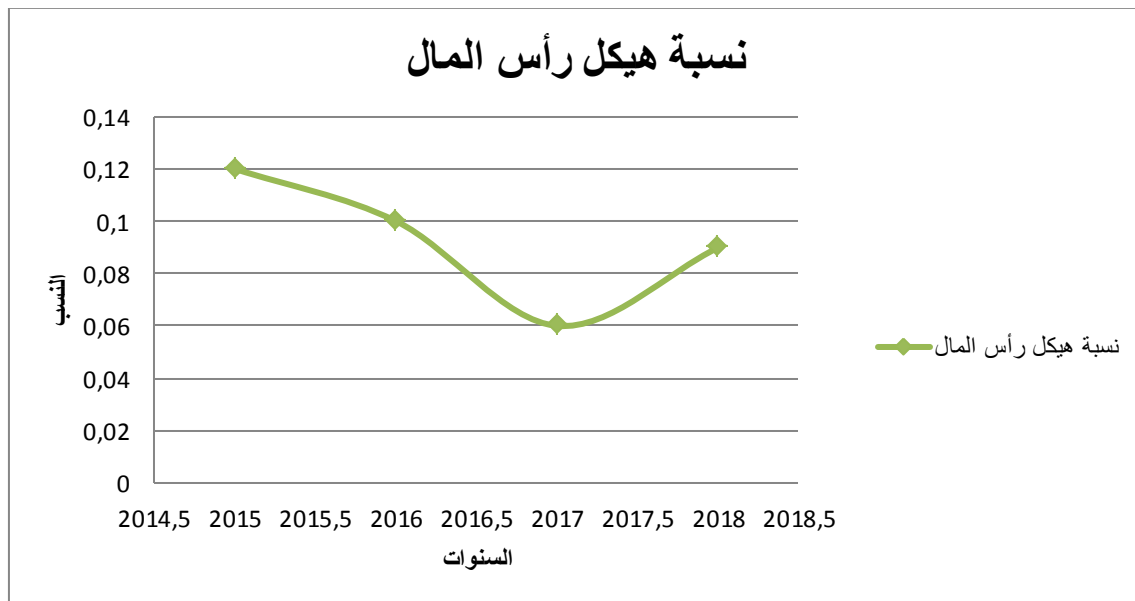
## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة -

الشكل رقم (19): يمثل تطور نسبة الديون إلى حقوق الملكية للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (10).

الشكل رقم (20): يمثل تطور نسبة هيكل رأس المال للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (10).



الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت  
ماء الأبيض -تبسة-

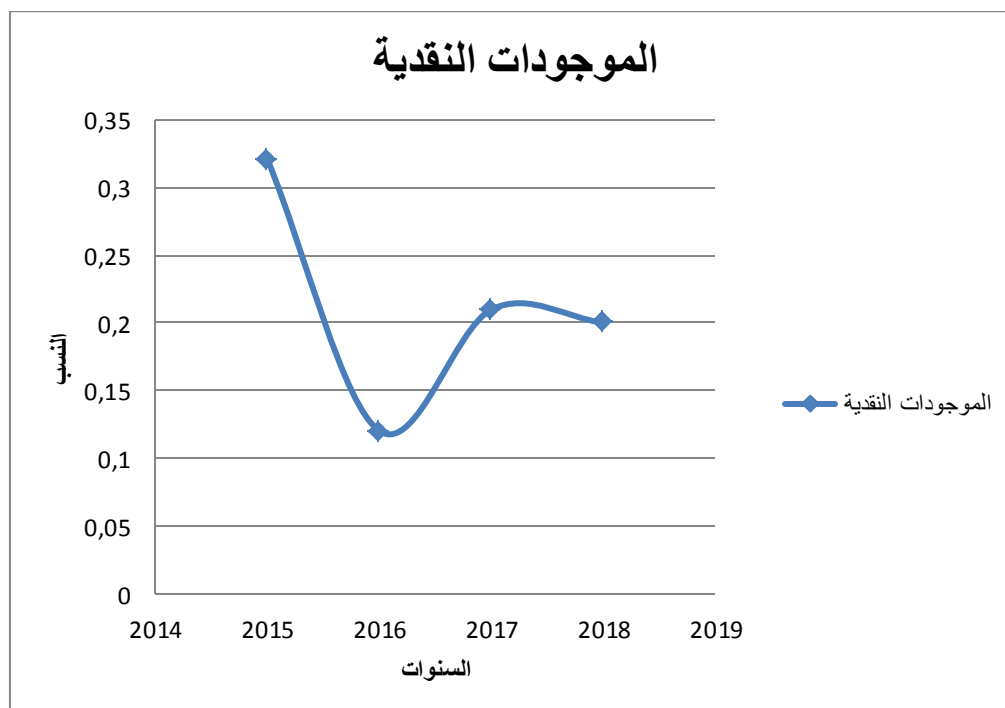
رابعاً: قياس المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة-

جدول رقم (11): أدوات قياس المرونة المالية

2018	2017	2016	2015	البيان
0.20	0.21	0.12	0.32	$CH = \frac{C+Ms}{TA}$ = الموجودات النقدية
0.78	0.79	0.78	0.67	$DC = \frac{ET}{TA}$ = قابلية الدين
0.16	0.13	0.13	0.10	$NCF = \frac{CF}{TA}$ = صافي التدفق النقدي

المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على معلومات مقدمة من المؤسسة.

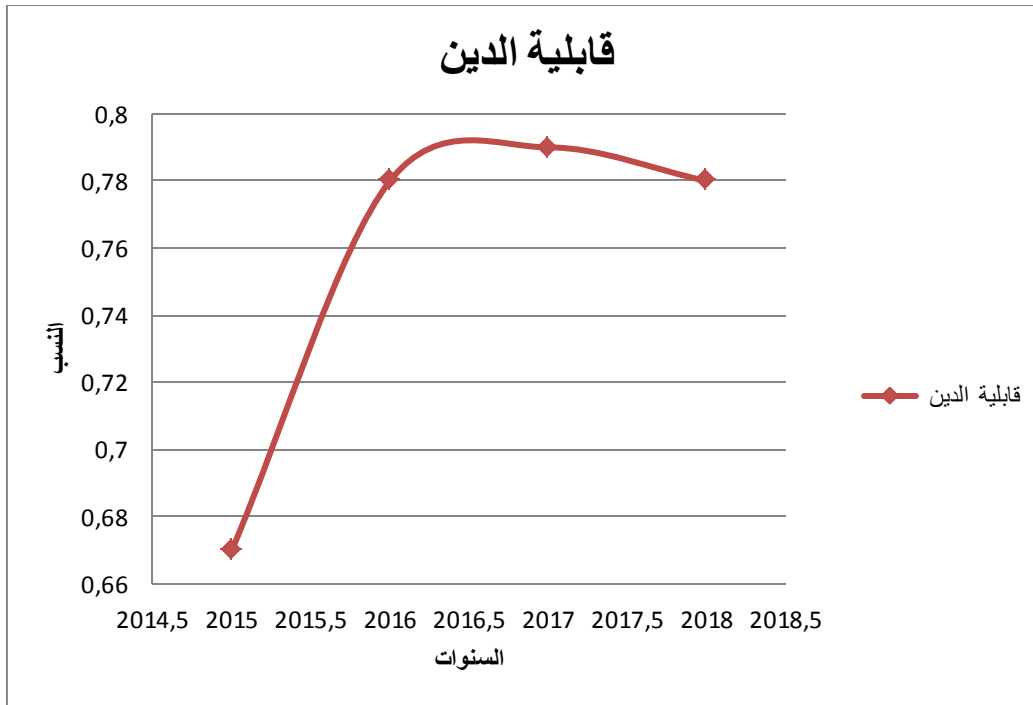
الشكل رقم (21): يمثل تطور نسبة الموجودات النقدية للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (11).

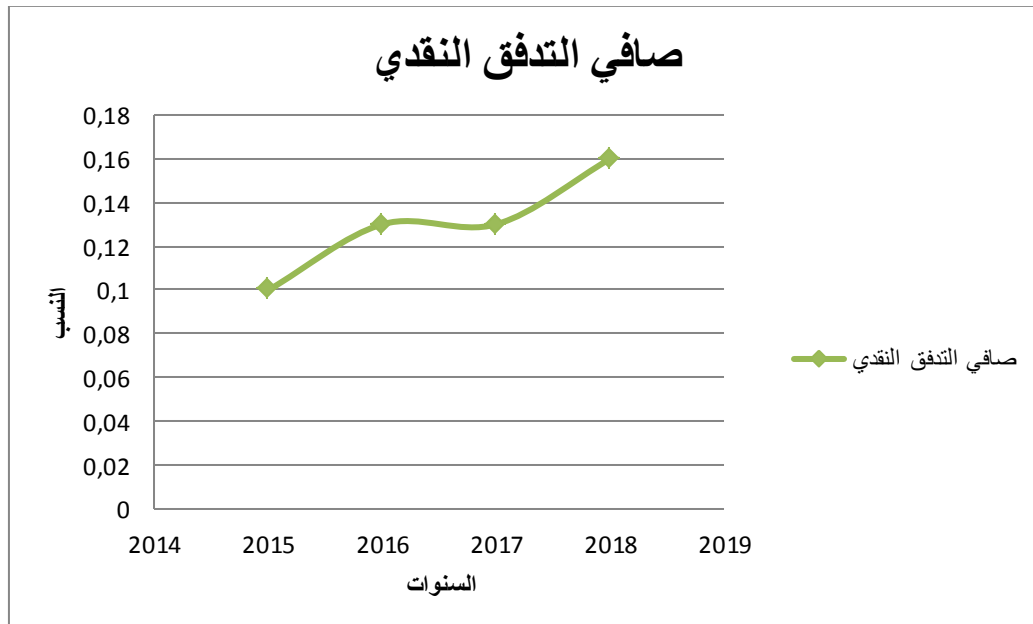
الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت  
ماء الأبيض -تبسة-

الشكل رقم (22): يمثل تطور نسبة قابلية الدين للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (11).

الشكل رقم (23): يمثل تطور نسبة صافي التدفق النقدي للفترة 2015-2018



المصدر: من إعداد الطالبين بالإعتماد على الجدول رقم (11).

## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض - تبسة -

### المبحث الثالث: إختبار الفرضيات ومناقشة نتائج الدراسة

حيث سيتم إختبار صحة الفرضيات، ومناقشة النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة، وهذا ما سيتم تناوله من خلال المطالب الآتية:

#### المطلب الأول: إختبار الفرضيات الدراسة

سيتم في هذا المطلب إختبار صحة فرضيات الدراسة أو عدم صحتها.

#### أولاً: إختبار صحة الفرضية الأولى

أثبتت الدراسة صحة الفرضية الأولى التي تتمثل في مساهمة الهيكل التمويلي الأمثل في تحديد السيولة الملائمة، وفقاً للتحليل الوظيفي، وذلك من خلال مؤشرات التوازن المالي، حيث يظهر رأس المال العامل الصافي الإجمالي موجبا وهذا مؤشر جيد للمؤسسة، وإحتياجات رأس المال العامل أقل من رأس المال العامل الصافي الإجمالي، أي أن إحتياجات المؤسسة مغطاة بالموارد الدائمة، كما نلاحظ أن التوازن المالي محقق في المؤسسة، أي أنها تتمتع بسيولة معتبرة، الأمر الذي يمكنها من القيام بإستثمارات إضافية، نظراً لإمتلاكها موارد مالية تفوق إحتياجاتها، ودلالة أيضاً أن الخزينة الصافية موجبة يعني أن التوازن المالي محقق، كما يظهر من خلال نسبة السيولة العامة خلال الفترة 2015-2018، حيث أن نسبتها تراوحت بين 2.56 و 8.62، أما بالنسبة للسيولة المختصرة، حيث تراوحت بين 1.10 و 3.80، وبالنسبة للسيولة الفورية فقد تراوحت نسبتها بين 0.58 و 3.08، حيث فاقت نسب السيولة المعدلات المعيارية، مما يدل على السيولة المعتبرة لدى المؤسسة وتغطيتها لإلتزاماتها قصيرة الأجل، إلا أنها تتحمل عبئ تكلفة الفرصة الضائعة، وهذا بسبب الفائض من السيولة الغير موظف في مشاريع إستثمارية أخرى.

#### ثانياً: إختبار صحة الفرضية الثانية

أثبتت الدراسة صحة الفرضية الثانية والتي تتمثل في مساهمة الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق الرفع المالي، حيث كانت تتراوح نسبة الديون إلى مجموع الأصول بين 0.11 و 0.25 خلال الفترة 2015-2018، مما يدل على أن المؤسسة تعتمد على جزء صغير في تمويل أصولها من أموال الغير، وهذا بدلالة النسب المذكورة التي لم تتجاوز المعدل المعياري 0.45، من خلال نسبة الديون إلى حقوق الملكية التي كانت تتراوح بين 0.07 و 0.14، حيث دلت نسبتها على أنها لم تتجاوز النسبة المعيارية 0.82، أما بالنسبة لهيكل رأس المال، فكانت نسبتها تتراوح بين 0.06 و 0.12، حيث لن تتجاوز النسبة المعيارية 0.30، هذا ما يدل على أن المؤسسة لديها طمأنينة من جانب المخاطر المالية، كما تدل هذه

## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت

### ماء الأبيض - تبسة -

النسب على أن المؤسسة آخذة في عين الإعتبار الرافعة المالية، وتبين أيضا أنها لا تعتمد كثيرا على أموال الإقتراض، تعتمد في التمويل بأغلبية على أموالها الخاصة والذاتية، أي أن المؤسسة محل الدراسة ليست لها مخاطر مالية ومخاطر عدم سداد ديونها طويلة الأجل، بما أن معدلات الرفع المالي لديها كانت منخفضة خلال الفترة المدروسة، تبين أنه عند إختيار هيكل تمويلي أمثل يحقق رفع مالي ويخفض قيمة الضرائب بإعتباره عبئ على المؤسسة.

#### ثالثا: إختبار صحة الفرضية الثالثة

أثبتت الدراسة صحة الفرضية الثالثة المتمثلة في مساهمة هيكل التمويل الأمثل في تحقيق المزيج بين الرفع المالي والسيولة، حيث أن كل مؤسسة حسب الدراسة الحالية والمتمثلة في إختيار هيكل تمويلي أمثل لتحقيق المرونة المالية، وتسعى إلى تشكيل مصادر تمويلية مثلى حسب السيولة والرافعة المالية تتناسب مع إحتياجاتها وتقاديا للصدمات، وبدلالة الدراسة التطبيقية في المؤسسة محل الدراسة والتي نتج عنها: أن سيولتها فاقت المعدل المعياري، بمعنى أن موجوداتها المادية والنقدية جيدة وفي مستوى عال، وإنخفاض الرافعة المالية يدل على أنه لا يوجد عبئ كبير على المؤسسة، أي ليس هناك إلتزام بالديون طويلة الأجل ولا وجود مخاطر على عوائدها، وهنا نقول أن المؤسسة قامت بترشيد موارد تمويلها وأحسنّت إختيارها للهيكل التمويلي والوصول إلى أمثلتها، حيث حققت المزيج بين السيولة والرافعة المالية الملائمة ويتناسب مع نشاطها المالي، وهنا نقول أن المؤسسة تحقق نسب مثلى من السيولة، إلا أنها تحتوي على فائض كبير لم يستخدم كما يجب، أما بالنسبة للرافعة فهي آخذة في الإرتفاع لكن بنسب ضعيفة ولا تتجاوز المعدل المعياري، أي أن المؤسسة حققت من خلال هيكلها التمويلي مرونة مالية ضعيفة.

#### المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

- في هذا المطلب سنعرض أهم النتائج المتوصل إليها من الدراسة التطبيقية، وهي كالتالي:
- ✓ إن إستخدام هيكل تمويلي أمثل لدى المؤسسة محل الدراسة ساهم في الرفع من قيمة المؤسسة وذلك بتحقيقه للسيولة الملائمة؛
  - ✓ كان للهيكل التمويلي أثر إيجابي على المؤسسة بتخفيض الرافعة المالية، أي إنخفاض ثقل الأعباء عليها، مما يجعلها تتميز بقدرة على إستمرار نشاطها؛
  - ✓ كان للسيولة خلال الفترة المدروسة أثر إيجابي على المؤسسة بتعظيم ربحيتها ودعم ثقة الموردين والعمال؛

## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة-

- ✓ ساهم الهيكل التمويلي الأمثل في إرتفاع مردودية المؤسسة مما جعل خزينة الخصوم منعدمة؛
- ✓ يبين التحليل المالي للدراسة إنخفاض نسبة الديون إلى حق الملكية، وهذا مؤشر على أن أموال حق الملكية مرتفعة جدا إذا ما قيست بأموال المديونية، وهذا يفسر قدرة المرونة المالية لدى المؤسسة بسبب إنخفاض أموال المديونية؛
- ✓ تظهر نتائج التحليل المالي للدراسة على مؤسسة إسمنت -تبسة- أنها تحتفظ بكميات معتبرة من السيولة، وهذا مؤشر على أن سياسة إدارة الهيكل التمويلي الأمثل متوجهة نحو الأحسن؛
- ✓ تحتفظ المؤسسة محل الدراسة عن طريق التحليل المالي بنسب عالية جدا بكفاية رأس المال، ويوضح الإحتفاض بالموجودات ذات مخاطر مرجحة منخفضة، وهو مؤشر جيد يزيد من قدرة المؤسسة على تحمل الخسائر؛
- ✓ تشير نتائج الدراسة التطبيقية عبر التحليل المالي أن نسبة السيولة تجاوزت المعدل المطلوب، ونسبة الرافعة المالية لم تكن مرتفعة، وهذا مؤشر على وجود هيكل تمويلي أمثل عبر سياسة متحفظة، وعدم الإفراط في الإقتراض؛
- ✓ تشير نتائج تحليل مؤشرات المرونة المالية للمؤسسة محل الدراسة، أنها قد تباين تطبيقها خلال فترة الدراسة وهذا يعود إلى مدى إدراك المؤسسة التي حققت معدلات مرتفعة من السيولة ومعدلات منخفضة من الرافعة المالية بهدف تحصين نفسها من الصدمات الغير متوقعة؛
- ✓ بينت النتائج وجود علاقة بين الهيكل التمويلي الأمثل والمرونة المالية، وأن متغير المرونة المالية يفسر من خلال مؤشري السيولة والرافعة المالية.

### الإقتراحات

- على ضوء النتائج المستوحاة من الدراسة، يمكن الخروج بمجموعة من الإقتراحات، التي قد تساهم إلى حد ما في تجاوز بعض العقبات في إشكالية تمويل المؤسسة الإقتصادية، والتي نذكر منها:
- يجب أن يأخذ المسير المالي للمؤسسة التكلفة بعين الإعتبار لدى إختياره لمصادر تمويل المؤسسة، وذلك من أجل تحقيق هيكل تمويلي أمثل؛
- يجب على المؤسسة الإعتماد على القروض إلى جانب مصادر التمويل الذاتي، للإستفادة من الوفورات الضريبية؛

## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة-

---

- نوصي مؤسسة إسمنت -تبسة- بتنويع المصادر وتقليل الإعتماد على الأموال الخاصة بشكل شبه كلي، مع ضرورة حفاظها على الإستقلالية المالية وسلطة إتخاذ القرار وذلك لتستفيد أكثر من المرونة المالية؛
- نوصي مؤسسة إسمنت -تبسة- الإستفادة من توظيف الفائض من السيولة في إستثمارات أخرى وتجنب تكلفة الفرصة الضائعة.

## الفصل الثاني: دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق المرونة المالية في مؤسسة إسمنت ماء الأبيض -تبسة-

### خلاصة الفصل

يعتبر هذا الفصل محاولة بسيطة لتجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصل النظري على أرض الواقع، من خلال دراسة تركيبية الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية في تحقيق مرونة مالية، والمتمثلة بمؤسسة إسمنت -تبسة-.

تبين من خلال دراسة الميزانية المالية لمؤسسة إسمنت تبسة خلال الفترة (2015-2018) أن المؤسسة تتميز بتحقيقها نتائج إيجابية على طول فترة الدراسة، من خلال دراسة مؤشرات التوازن المالي لدى المؤسسة، ونسب الهيكل التمويلي والسيولة والرافعة المالية، حيث تبين أن الهيكل التمويلي للمؤسسة محل الدراسة يتكون من تشكيلة متنوعة من أموال الملكية وأموال الإستدانة، بهدف إختبار وجود مرونة مالية، ارتأينا إلى تطبيق الجانب النظري على الجانب التطبيقي، حيث أفادتنا بأن المؤسسة تمتلك هيكل تمويلي يتميز بمعدل سيولة مرتفع مقارنة بمعدل الرفع المالي الذي يعتبر منخفضاً، ويعود السبب في ذلك إلى الإنخفاض في إحتياجات دورة الإستغلال، نتيجة لإنخفاض قيم الإستغلال (المخزونات)، وهذا ما يدل على التسيير الأمثل للهيكل التمويلي وتحقيقه لمرونة مالية.

الخاتمة العامة



## الخاتمة العامة

من خلال الدراسة التي قمنا بها للإجابة على الإشكالية المطروحة المتمثلة في كيف يساهم إختيار هيكل تمويلي أمثل في تحقيق المرونة المالية في المؤسسة الإقتصادية، وقد حاولنا معالجة هذه الإشكالية عبر فصلين وهذا إنطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها في المقدمة لإثبات صحتها أو عدم صحتها، حيث تناولنا في الفصل الأول الجانب النظري للدراسة، والجانب التطبيقي للفصل الثاني.

تعرضنا في الجانب النظري للهيكل التمويلي لدى المؤسسات الإقتصادية، الذي يحظى بدرجة من الإهتمام لما له من أهمية في التأثير على إستقرار وإستمرارية المؤسسة، ونظراً لتعدد مصادره من أموال ملكية وأموال إقتراض، يحاول المدراء الماليين المزج بين مختلف هذه المصادر للوصول إلى هيكل تمويلي أمثل الذي يساهم في الرفع من قيمة المؤسسة ودعم ثقة المقرضين لديها في سداد ما عليها من إلتزامات سواء كانت طويلة أو قصيرة الأجل، كما أن الهدف من إختيار هيكل تمويلي أمثل هو محاولة تلبية تكلفة التمويل، أي ترشيد السياسات التمويلية وتحسين تسيير الأموال المتاحة أمام المؤسسة، وإذا ما تحقق ذلك فإن المؤسسة تكون متميزة بتوافرها على مرونة مالية، تساعد في مواجهة الصدمات المستقبلية الغير متوقعة، من خلال التخفيض من الرفع المالي أو أموال الإستدانة، والإعتماد على التمويل الذاتي لإستثماراتها تقادياً للسيطرة الخارجية عليها.

أما في الجانب التطبيقي الذي كان مقتصر على مؤسسة إسمنت -تبسة-، التي حاولنا فيها إسقاط مختلف النسب والمؤشرات المتعلقة بالهيكل التمويلي والمرونة المالية، ونتج عنها أن وضعية الهيكل التمويلي تتمتع بتشكيلة مثالية من أموال الملكية والإستدانة، وتتسم بمرونة مالية من خلال النتائج المتحصل عليها بمؤشر السيولة و كان أعلى من المعدل المطلوب، الذي يدل على سياسة تمويلية متحفظة لدى المؤسسة، وبمؤشر رافعة مالية منخفض دليلاً على عدم إعتماد مؤسسة إسمنت -تبسة- على الإقتراض طويل الأجل، وهذا ما زاد من تحقيق هيكلها التمويلي الأمثل للمرونة المالية، وتمكنها من تعظيم قيمتها السوقية؛ وبهذا يمكن إستخلاص جملة من النتائج المتوصل إليها والخاصة بدراسة هذا الموضوع في ما يلي:

✓ تشير الدراسة النظرية أن الهيكل التمويلي الأمثل لا يتحقق إلا بتشكيل مزيج نسبي من أموال ملكية وأموال إستدانة؛

✓ يساعد الهيكل التمويلي الأمثل في معرفة الوضعية المالية للمؤسسة وتحديد وجهتها نحو الربحية أو الخسارة؛

- ✓ يساهم الهيكل التمويلي الأمثل في جعل تكلفة التمويل بعدها الأدنى لرفع من عوائد المؤسسة؛
- ✓ يتحقق الهيكل التمويلي الأمثل وفقا لنظرية التوازن بين متغيرين هما الإفلاس والوفورات الضريبية؛
- ✓ تخضع القرارات التمويلية إلى مجموعة من القيود لا يمكن تجاهلها عند إختيار مورد مالي معين وأهمها: قاعدة التوازن المالي، قاعدة الإستقلالية المالية؛
- ✓ يتحدد الهيكل التمويلي الأمثل بالمؤسسة من خلال محددات أهمها: الملاءمة، التوقيت، المرونة، الإدارة والسيطرة، الخطر والدخل، نمط التدفق النقدي، طاقة الإقتراض؛
- ✓ من خلال دراسة الهيكل التمويلي لمؤسسة إسمنت -تبسة- وجدنا أن المؤسسة تعتمد على التمويل الذاتي؛
- ✓ تتمتع مؤسسة إسمنت -تبسة- بالإستقلالية المالية وبالتالي لديها القدرة على تغطية ديونها بأموالها الخاصة؛
- ✓ تتمتع مؤسسة إسمنت -تبسة- برافعة مالية منخفضة وهذا دليل على رأس مال العامل يمول كليا دورة الإستغلال.

#### آفاق الدراسة

- إن البحث في مجال الهيكل التمويلي والمرونة المالية في المؤسسة الإقتصادية لا يزال واسعا، إذ يمثل كل من هما بابا يمكن التعمق فيه، كما لا تزال بعض النقاط مجهولة يمكن أن تكون مواضيع لبحوث أخرى وإشكاليات تنتظر المعالجة، والتي نذكر منها ما يلي:
- ◀ دور الهيكل التمويلي الأمثل في تحقيق التوازن المالي في المؤسسة الإقتصادية؛
  - ◀ دور المرونة المالية على التأثير في الهيكل التمويلي للمؤسسة الإقتصادية؛
  - ◀ فعالية المرونة المالية في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة الإقتصادية؛
  - ◀ إعادة إجراء هذه الدراسة مع تطبيقها على عدة مؤسسات وتوسيع فترة الدراسة لإعطاء نتائج أكثر دقة.

قائمة المصادر  
والمراجع

## قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

❖ الكتب

- 1- نبيل عبد السلام شاكر، الفشل المالي للمشروعات، جامعة عين الشمس، القاهرة، مصر، لا توجد سنة؛
- 2- خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال الرمحي، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2000؛
- 3- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، عمان الأردن، 2009؛
- 4- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2010؛
- 5- عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء اليمن، 2013؛
- 6- مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008؛
- 7- عدنان التايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007؛
- 8- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999؛
- 9- عبد العزيز محمد المخلافي، أساسيات الإدارة المالية، كلية التجارة و الإقتصاد، جامعة صنعاء، اليمن، لا توجد سنة؛
- 10- جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، لا توجد سنة؛

❖ الرسائل والأطروحات

- 1- مسعودي سمية، أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2010؛

- 2- وليد زهير أبو شعبان، مدى تأثير السيولة والفرص الإستثمارية على الهيكل المالي، رسالة ماجستير، غزة، فلسطين، 2013، ص 67؛
- 3- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2012؛
- 4- شعبان محمد، نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل في المؤسسة الإقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2010؛
- 5- بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005؛
- 6- ماجي مرسلي، أثر إستخدام رافعتي التشغيل والمالية في تخطيط ربحية المشاريع الإستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة طاهر مولاي، سعيدة، الجزائر، 2017؛

#### المجلات

- 1- دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية-، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006؛
- 2- يوسف حجيم سلطان الطائي، حيدر جاسم عبيد الجبوري، المرونة المالية وتأثيرها في الحد من هشاشة النظام المصرفي، مجلة الغري للعلوم الإقتصادية والإدارية، المجلد 14، العدد 3، جامعة الكوفة، العراق، 2017؛
- 3- طاهر محسن الغالبي، حيدر حمودي، علي الزبيدي، دور مرونة الهيكل المالي للشركات في تجنب الأزمات المالية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 13، العدد 52، 2017؛
- 4- جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين -دراسة إختبارية-، مجلة جامعة الأزهر سلسلة العلوم الإنسانية، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، المجلد 15، العدد 1، 2013؛
- 5- أحمد العلي، أثر الرفع المالي على السيولة والربحية -دراسة تطبيقية-، مجلة جامعة البعث، دمشق، سوريا، المجلد 40، العدد 1، 2018؛

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1- soku byoun, **financial flexibility, leverage and firm size**, hankamer school of business, bayler universty, january 2007.

2- mirkhalili T.A, and mahmoudabadi H.K, **the effect of financial flexibility on financial behavior of companies listed in tehran stock exchange**, american journal of industrial and business mangement, 2018.

الملاحق

## الملحق رقم (01): الإمكانيات البشرية لمؤسسة إسمنت -تيسة-

	EFFECTIF 2014	EFFECTIF 2015	EFFECTIF 2016	EFFECTIF 2017	2018		Taux de réalisation R/P %
					Prevu EFFECTIF 2017	Reel EFFECTIF 2018	
Cadre dirigeants	5	5	5	5	123	5	98%
Cadres et cadres supérieur	99	135	113	108		115	
Agents de maîtrise	143	117	116	109	124	110	89%
agents d'exécution	30	37	32	33	44	41	93%
<b>TOTAL PERMANENTS</b>	<b>277</b>	<b>294</b>	<b>266</b>	<b>255</b>	<b>291</b>	<b>271</b>	<b>93%</b>
Cadre	3	4	4	23	14	53	379%
Maîtrise	4	7	4	19	26	32	123%
exécution	16	28	21	27	53	39	74%
<b>TOTAL (CDD)</b>	<b>23</b>	<b>39</b>	<b>29</b>	<b>69</b>	<b>93</b>	<b>124</b>	<b>133%</b>
<b>EFFECTIF TOTAL</b>	<b>300</b>	<b>333</b>	<b>295</b>	<b>324</b>	<b>384</b>	<b>395</b>	<b>103%</b>



## الملحق رقم (02): ميزانية مؤسسة إسمنت -تبسة- (جانب الأصول 2015)

SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA  
SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA "CONSOLIDE"  
Exercice 2015

DATE: 07/02/2018  
HEURE: 10:50  
PAGE: 1

## Bilan Actif

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >  
Identifiant Fiscal : 099812058209320

Libellé	Note	Brut	Amort. / Prov.	Net	Net (N-1)
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles		43 398 129,51	37 757 185,02	5 640 944,49	7 744 945,94
Immobilisations corporelles		10 515 056 036,63	8 651 554 309,15	1 863 501 727,48	1 579 313 730,57
<i>Terrains</i>		60 374 299,56		60 374 299,56	60 374 299,56
Agencement et installation terrain		24 196 534,12	24 196 534,12	0,00	5 350 623,40
<i>Bâtiments</i>		1 931 436 959,97	1 479 891 892,09	451 545 067,88	510 558 954,12
<i>Autres immobilisations corporelles</i>		8 499 049 242,98	7 147 465 882,94	1 351 582 360,04	1 003 029 853,49
<i>Immobilisations en concession</i>					
Immobilisations en cours		83 494 850,34		83 494 850,34	173 119 992,06
Immobilisations financières		9 389 334,99		9 389 334,99	545 556 001,66
<i>Titres mis en équivalence</i>					
<i>Autres participations et créances rattachées</i>					
<i>Autres titres immobilisés</i>					
<i>Prêts et autres actifs financiers non courant</i>		9 389 334,99		9 389 334,99	545 556 001,66
<i>Impôts différés actif</i>		170 005 234,89		170 005 234,89	99 477 830,25
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>10 821 343 586,36</b>	<b>8 689 311 494,17</b>	<b>2 132 032 092,19</b>	<b>2 405 212 500,48</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
Stocks et encours		1 480 061 133,56	41 625 140,05	1 438 435 993,51	1 443 754 178,05
Créances et emplois assimilés					
<i>Clients</i>		61 137 724,90		61 137 724,90	49 484 855,01
<i>Autres débiteurs</i>		34 275 413,21		34 275 413,21	22 253 348,61
<i>Impôts et assimilés</i>		25 615 249,57		25 615 249,57	11 120 083,23
<i>Autres créances et emplois assimilés</i>					
Disponibilités et assimilés					
<i>Placements et autres actifs financiers cours</i>					
<i>Trésorerie</i>		3 508 633 157,68		3 508 633 157,68	1 793 225 558,07
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>5 109 722 678,92</b>	<b>41 625 140,05</b>	<b>5 068 097 538,87</b>	<b>3 319 838 022,97</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>15 931 066 265,28</b>	<b>8 730 936 634,22</b>	<b>7 200 129 631,06</b>	<b>5 725 050 523,45</b>

## الملحق رقم (03): ميزانية مؤسسة إسمنت تبسة - (جانب الخصوم 2015)

SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA  
SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA "CONSOLIDE"  
Exercice 2015

DATE: 07/02/2018  
HEURE: 10:50  
PAGE: 2

## Bilan Passif

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >  
Identifiant Fiscal : 099812058209320

Libellé	Note	Exercice	Exercice Précédent
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>			
Capital émis		2 700 000 000,00	2 700 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves / (Réserves consolidées(1))		1 964 231 652,35	1 738 313 438,87
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net / (Résultat net part du groupe (1))		0,00	0,00
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-69 436 047,05	-12 561 384,45
Resultat de l'exercice		510 604 882,89	340 054 597,93
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>		<b>5 105 400 488,19</b>	<b>4 765 806 652,36</b>
<b><u>PASSIFS NON-COURANTS</u></b>			
Liaison inter unite			
Emprunts et dettes financières		98 408 340,75	
Impôts (différés et provisionnés)		143 406,06	5 241 739,39
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		646 726 775,90	352 196 278,09
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>745 278 522,71</b>	<b>357 438 017,48</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		242 331 136,43	200 726 455,75
Impôts		77 595 645,74	55 462 410,66
Autres dettes		1 029 523 837,99	345 378 969,78
Trésorerie Passif			238 017,43
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>1 349 450 620,16</b>	<b>601 805 853,62</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>7 200 129 631,06</b>	<b>5 725 050 523,46</b>
(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés			

## الملحق رقم (04): ميزانية مؤسسة إسمنت -تيسة- (جانب الأصول 2016)

SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA  
SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA "CONSOLIDE"  
Exercice 2016

DATE: 07/02/2018  
HEURE: 10:52  
PAGE: 1

## Bilan Actif

Arrêté à : Clôture < Etat Définitif >  
Identifiant Fiscal : 099812058209320

Libellé	Note	Brut	Amort. / Prov.	Net	Net (N-1)
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles		43 654 129,51	39 089 990,93	4 564 138,58	5 640 944,49
Immobilisations corporelles		10 921 603 917,17	9 059 114 629,49	1 862 489 287,68	1 863 501 727,48
Terrains		60 374 299,56		60 374 299,56	60 374 299,56
Agencement et installation terrain		24 196 534,12	24 196 534,12	0,00	0,00
Bâtiments		1 946 438 612,97	1 561 185 874,30	385 252 738,67	451 545 067,88
Autres immobilisations corporelles		8 890 406 090,52	7 473 732 221,07	1 416 673 869,45	1 351 582 360,04
Immobilisations en concession		188 380,00		188 380,00	
Immobilisations en cours		213 432 272,20		213 432 272,20	83 494 850,34
Immobilisations financières		2 009 389 334,99		2 009 389 334,99	9 389 334,99
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés		1 000 000 000,00		1 000 000 000,00	
Prêts et autres actifs financiers non courant		1 009 389 334,99		1 009 389 334,99	9 389 334,99
Impôts différés actif		105 962 343,61		105 962 343,61	170 005 234,89
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>13 294 041 997,48</b>	<b>9 098 204 620,42</b>	<b>4 195 837 377,06</b>	<b>2 132 032 092,19</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
Stocks et encours		1 706 384 497,31	71 308 811,59	1 635 075 685,72	1 438 435 993,51
Créances et emplois assimilés					
Clients		111 605 267,68		111 605 267,68	61 137 724,90
Autres débiteurs		126 002 956,36		126 002 956,36	34 275 413,21
Impôts et assimilés		85 006 886,58		85 006 886,58	25 615 249,57
Autres créances et emplois assimilés		61 666 666,66		61 666 666,66	
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers coura					
Trésorerie		1 276 528 750,83		1 276 528 750,83	3 508 633 157,68
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>3 367 195 025,42</b>	<b>71 308 811,59</b>	<b>3 295 886 213,83</b>	<b>5 068 097 538,87</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>16 661 237 022,90</b>	<b>9 169 513 432,01</b>	<b>7 491 723 590,89</b>	<b>7 200 129 631,06</b>

## الملحق رقم (05): ميزانية مؤسسة إسمنت -تبسة- (جانب الخصوم 2016)

SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA  
SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA "CONSOLIDE"  
Exercice 2016

DATE: 07/02/2018  
HEURE: 10:52  
PAGE: 2

## Bilan Passif

Arrêté à : Clôture < Etat Définitif >  
Identifiant Fiscal : 099812058209320

Libellé	Note	Exercice	Exercice Précédent
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>			
Capital émis		2 700 000 000,00	2 700 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves / (Réserves consolidées(1))		2 202 700 488,19	1 964 231 652,35
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net / (Résultat net part du groupe (1))		0,00	0,00
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-170 996 994,20	-69 436 047,05
Resultat de l'exercice		841 866 358,01	510 604 882,89
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>		<b>5 573 569 852,01</b>	<b>5 105 400 488,19</b>
<b><u>PASSIFS NON-COURANTS</u></b>			
Liaison inter unité			
Emprunts et dettes financières		116 701 362,75	98 408 340,75
Impôts (différés et provisionnés)		11 860 072,39	143 406,06
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		544 722 436,67	646 726 775,90
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>673 283 871,81</b>	<b>745 278 522,71</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		484 085 073,33	242 331 136,43
Impôts		255 823 654,90	77 595 645,74
Autres dettes		504 961 138,84	1 029 523 837,99
Trésorerie Passif			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>1 244 869 867,07</b>	<b>1 349 450 620,16</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>7 491 723 590,89</b>	<b>7 200 129 631,06</b>
(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés			

## الملحق رقم (06): ميزانية مؤسسة إسمنت -تيسة- (جانب الأصول 2017)

SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA  
SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA "CONSOLIDE"  
Exercice 2017

DATE: 07/02/2018  
HEURE: 10:53  
PAGE: 1

## Bilan Actif

Arrêté à : Décembre < Etat Provisoire >  
Identifiant Fiscal : 099812058209320

Libellé	Note	Brut	Amort. / Prov.	Net	Net (N-1)
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles		43 654 129,51	40 365 031,48	3 289 098,03	4 564 138,58
Immobilisations corporelles		11 485 952 876,88	9 439 794 159,96	2 046 158 716,92	1 862 489 287,68
Terrains		60 374 299,56		60 374 299,56	60 374 299,56
Bâtiments		2 131 691 202,29	1 806 641 022,98	325 050 179,31	156 800 718,10
Autres immobilisations corporelles		9 293 698 995,03	7 633 153 136,99	1 660 545 858,04	1 645 125 890,01
Immobilisations en concession		188 380,00		188 380,00	188 380,00
Immobilisations en cours		293 265 314,53		293 265 314,53	213 432 272,20
Immobilisations financières		2 009 389 334,99		2 009 389 334,99	2 009 389 334,99
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés		1 000 000 000,00		1 000 000 000,00	1 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		1 009 389 334,99		1 009 389 334,99	1 009 389 334,99
Impôts différés actif		86 916 446,36		86 916 446,36	105 962 343,61
<b>TOTAL ACTIF N</b>		<b>13 919 178 102,27</b>	<b>9 480 159 191,44</b>	<b>4 439 018 910,</b>	<b>4 195 837 377,06</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
Stocks et encours		1 949 520 620,52	41 821 693,19	1 907 698 927,33	1 635 075 685,72
Créances et emplois assimilés		284 536 359,84		284 536 359,84	384 281 777,28
Clients		20 928 344,87		20 928 344,87	111 605 267,68
Autres débiteurs		77 183 072,38		77 183 072,38	126 002 956,36
Impôts et assimilés		132 466 609,18		132 466 609,18	85 006 886,58
Autres créances et emplois assimilés		53 958 333,40		53 958 333,40	61 666 666,66
Disponibilités et assimilés		1 220 843 611,22		1 220 843 611,22	1 276 528 750,83
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		1 220 843 611,22		1 220 843 611,22	1 276 528 750,83
<b>TOTAL ACTI</b>		<b>3 454 900 591,57</b>	<b>41 821 693,19</b>	<b>3 413 078 898,</b>	<b>3 295 886 213,83</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>17 374 078 693,84</b>	<b>9 521 980 884,63</b>	<b>7 852 097 809,</b>	<b>7 491 723 590,89</b>

## الملحق رقم (07): ميزانية مؤسسة إسمنت تبسة - (جانب الخصوم 2017)

SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA  
SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA "CONSOLIDE"  
Exercice 2017

DATE: 07/02/2018  
HEURE: 10:53  
PAGE: 2

## Bilan Passif

Arrêté à : Décembre < Etat Provisoire >  
Identifiant Fiscal : 099812058209320

Libellé	Note	Exercice	Exercice Précédent
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>			
Capital émis		2 700 000 000,00	2 700 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves / (Réserves consolidées(1))		2 572 219 852,00	2 202 700 488,19
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net / (Résultat net part du groupe (1))		0,00	0,00
Autres capitaux propres - Report à nouveau		86 788 580,45	-170 996 994,20
Resultat de l'exercice		1 575 985 152,54	841 866 358,01
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>		<b>6 934 993 584,98</b>	<b>5 573 569 852,01</b>
<b><u>PASSIFS NON-COURANTS</u></b>			
Liaison inter unite		-73 440 499,45	
Emprunts et dettes financières		116 701 362,75	116 701 362,75
Impôts (différés et provisionnés)		143 406,06	11 860 072,39
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		478 100 789,51	544 722 436,67
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>521 505 058,87</b>	<b>673 283 871,81</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		173 870 484,25	484 085 073,33
Impôts		58 703 256,83	255 823 654,90
Autres dettes		163 025 424,24	504 961 138,84
Trésorerie Passif			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>395 599 165,32</b>	<b>1 244 869 867,07</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>7 852 097 809,18</b>	<b>7 491 723 590,89</b>
(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés			

## الملحق رقم (08): ميزانية مؤسسة إسمنت -تيسة- (جانب الأصول 2018)

SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA  
SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA "CONSOLIDE"  
Exercice 2018

DATE: 08/04/2019  
HEURE: 16:29  
PAGE: 1

## Bilan Actif

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >  
Identifiant Fiscal : 099812058209320

Libellé	Note	Brut	Amort. / Prov.	Net	Net (N-1)
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles		93 470 281,20	34 623 268,44	58 847 012,76	3 289 098,03
Immobilisations corporelles		12 228 551 504,84	9 813 275 472,61	2 415 276 032,23	2 318 795 332,94
Terrains		60 374 299,56		60 374 299,56	60 374 299,56
Bâtiments		2 172 316 701,04	1 826 060 700,56	346 256 000,48	325 130 179,31
Autres immobilisations corporelles		9 951 807 776,02	7 980 065 243,96	1 971 742 532,06	1 889 238 125,84
Immobilisations en concession		44 052 728,22	7 149 528,10	36 903 200,12	44 052 728,22
Immobilisations en cours		360 919 718,30		360 919 718,30	80 329 597,79
Immobilisations financières		2 049 262 006,00		2 049 262 006,00	2 036 166 082,16
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés		1 000 000 000,00		1 000 000 000,00	1 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		1 049 262 006,00		1 049 262 006,00	1 036 166 082,16
Impôts différés actif		110 936 746,47		110 936 746,47	104 565 624,96
<b>TOTAL ACTIF NON COU</b>		<b>14 843 140 256,81</b>	<b>9 847 898 741,05</b>	<b>4 995 241 515,76</b>	<b>4 543 145 735,88</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
Stocks et encours		2 205 642 132,01	45 617 429,18	2 160 024 702,83	1 905 442 848,33
Créances et emplois assimilés					
Clients		600 450 261,87		600 450 261,87	41 297 176,63
Autres débiteurs		80 828 332,38		80 828 332,38	69 706 504,98
Impôts et assimilés		13 547 265,48		13 547 265,48	113 493 285,64
Autres créances et emplois assimilés		61 666 666,72		61 666 666,72	61 666 666,72
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		862 876 177,07	2 236 888,65	860 639 288,42	1 266 099 348,56
<b>TOTAL ACTIF COUR</b>		<b>3 825 010 835,53</b>	<b>47 854 317,83</b>	<b>3 777 156 517,70</b>	<b>3 457 705 830,85</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>18 668 151 092,34</b>	<b>9 895 753 058,88</b>	<b>8 772 398 033,46</b>	<b>8 000 851 566,73</b>

## الملحق رقم (09): ميزانية مؤسسة إسمنت -تبسة- (جانب الخصوم 2018)

SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA  
SOCIETE DES CIMENTS DE TEBESSA "CONSOLIDE"  
Exercice 2018

DATE: 08/04/2019  
HEURE: 16:29  
PAGE: 2

## Bilan Passif

Arrêté à : Clôture < Etat Provisoire >  
Identifiant Fiscal : 099812058209320

Libellé	Note	Exercice	Exercice Précédent
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>			
Capital émis		2 700 000 000,00	2 700 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves / (Réserves consolidées(1))		3 304 770 979,16	2 572 219 852,00
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net / (Résultat net part du groupe (1))		-0,01	0,00
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-83 422 671,36	104 343 700,17
Resultat de l'exercice		709 297 217,82	929 557 426,98
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>		<b>6 630 645 525,61</b>	<b>6 306 120 979,15</b>
<b><u>PASSIFS NON-COURANTS</u></b>			
Liaison inter unite			
Emprunts et dettes financières		116 701 362,75	116 701 362,75
Impôts (différés et provisionnés)		11 716 666,33	11 716 666,33
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		543 511 710,92	544 726 997,05
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>671 929 740,00</b>	<b>673 145 026,13</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		329 834 679,18	351 021 591,41
Impôts		76 802 536,32	49 541 568,17
Autres dettes		1 063 185 552,35	621 022 401,87
Trésorerie Passif			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>1 469 822 767,85</b>	<b>1 021 585 561,45</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>8 772 398 033,46</b>	<b>8 000 851 566,73</b>
(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés			



## الملخص

تستخدم المؤسسة مصادر تمويل مختلفة لتغطية جميع احتياجاتها المالية ، لكنها تبحث عن مصدر الأقل تكلفة ، مما أدى إلى ظهور مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية ، أي أموال الملكية وصناديق الاقتراض. يأخذ اختيار هيكل التمويل الأمثل في الاعتبار العديد من العوامل المحددة للمؤسسة وفي إطار سياسة التمويل. كان الهدف من البحث هو تحديد مساهمة هيكل التمويل الأمثل لتحقيق المرونة المالية في شركة الاسمنت - تبسة - خلال الفترة (2015-2018). تم تحقيق الهدف من البحث بناءً على تحليل الميزانيات الوظيفية للمؤسسة قيد الدراسة خلال الفترة المذكورة، بين هيكل التمويل الأمثل والمرونة المالية ، في الإختيار الجيد للمؤسسة في تشكيل مزيج مثالي من مصادر التمويل ، والاعتماد الجيد على مؤشرات المرونة المالية والسيولة والرافعة المالية ومزجها . أما في الجانب التطبيقي فكانت نتائج الدراسة أن مؤسسة إسمنت -تبسة- لديها نوعا ما مرونة مالية، وهذا راجع إلى إرتفاع نسب السيولة، وإنخفاض نسب الرافعة المالية، حيث تجدر الإشارة أن المؤسسة لديها القدرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، وأنها تستفيد من وفورات ضريبية بمعدل ضعيف.

**الكلمات المفتاحية:** الهيكل التمويلي الأمثل، المرونة المالية، مؤسسة إسمنت -تبسة-

## Abstract

The institution uses various sources of finance to cover all its financial needs, but it is looking for the least expensive source, which has led to the emergence of sources of funding in the economic institution, namely property funds and borrowing funds. The selection of an optimal financing structure is taking into consideration several factors specific to the institution And within the framework of the financing policy. The aim of the research was to determine the contribution of the optimal financing structure to achieve financial flexibility in the cement corporation - Tebessa - during the period (2015-2018). To achieve the objective of the research was based on the analysis of the functional budgets of the institution under study during the mentioned period. Between the optimal financing structure and financial flexibility, for the good selection of the institution in the formation of an optimal mix of sources of funding, and good reliance on indicators of financial flexibility, liquidity and leverage and mix them. On the practical side was the results of the study that the Cement -Tebessa- This is due to the high liquidity ratios and the low leverage ratios. It should be noted that the institution has the ability to meet its short-term obligations and that it benefits from low tax savings.

**Key-words:** Optimal financing structure, financial flexibility, Cement Corporation - tebessa-