جامعة قاصدي مرباح، ورقلة – الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : العلوم الاقتصادية، والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة : علوم مالية ومحاسبة

التخصص : مالية المؤسسة

من إعداد الطالب : دغوم عبد الرحمان

بعنوان :

دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية

" دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات البترولية الوطنية بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة (2009 – 2014)"

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :2016/05/25

أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ.د/قريشي محمد الجموعي..... (أستاذ، جامعة ورقلة) رئيسا

د/ بكاري بلخير.....(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

أ/بن شنة فاطمة..... (أستاذة مساعدة "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2015

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة – الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : العلوم الاقتصادية، وعلوم التسيير والعلوم التجارية

الشعبة : علوم مالية ومحاسبة

التخصص : مالية المؤسسة

من إعداد الطالب : دغوم عبد الرحمان

بعنوان :

دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية

" دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات البترولية الوطنية بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة (2009 – 2014)"

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :2016/05/25

أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ.د/قريشي محمد الجموعي..... (أستاذ، جامعة ورقلة) رئيسا

د/ بكاري بلخير.....(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

أ/بن شنة فاطمة..... (أستاذة مساعدة "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2015

الإهداء

الحمد لله الذي أعانني على إنجاز هذا العمل المتواضع أُهديه :

إلى أعظم الرجال صبرا ورمز العطاء ... إلى الذي تعب كثيرا من أجل راحتي وأفنى حياته من أجل تعليمي ... أبي العزيز أطال الله في عمره

إلى من تتسابق الكلمات لتخرج معبرة عن مكنون ذاتها ... إلى من علمتني وعانت الصعاب لأصل إلى ما أ نا عليه وعندما تكسوني الهموم أسبح في بحر حنانها ليخفف من آ لامي ... أمي أطال الله في عمرها

إلى من آثروني على أنفسهم ... إلى من علموني علم الحياة ... إلى من أظهروا لي ماهو أجمل من الحياة ... إخوتي وأختي حفظهم الله

إلى من كانوا ملاذي وملجئي ... إلى من تذوقت معهم أجمل اللحظات ... أصدقائي ورفقاء دربي

إلى كل الأهل والأقارب

إلى كل من علمني ولو حرفا

إلى كل من وسعهم صدري ولم يسعهم قلمي

إلى كل طالب علم

عبـــــد الرحمـــــــــان

الشكر

الحمد والشكر لله تعالى نحمده و نستعينه الذي قدرنا ووفقنا في إنجاز هذا العمل والصلاة والسلام على حبيبنا المصطفى محمد صلى الله عليه وسلم.

كما نحمد الله على إلهامنا الصبر الذي إتخذناه سلاحا لنا في كل خطوة خطوناها

فكان لنا العون منه فنعم المولى و نعم النصير.

" العلم بنى بيوتا لا عماد لها ..... و الجهل هدم بيت العز والشرف "

ولا يسعنا ونحن نضع بحثنا هذا إلا أن نتقدم بالشكر الجزيل وعظيم الامتنان إلى كل من ساعدني في إعداد هذا العمل خاصة إلى الأستاذ الدكتور بكاري بلخير الذي تفضل بالإشراف على بحثنا، و على النصائح والتوجيهات القيمة بفضل متابعته العلمية، وأثني على جهوده التي كانت خير عون في إكمال هذه الدراسة و إرساء دعائمها بفضل إرشاداته وتوجيهاته السديدة، فجزاه الله عني وعن العلم خير الجزاء، وأمده الله سبحانه وتعالى بالصحة والعمر المديد، كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من الأستاذ هتهات السعيد، والأستاذ الدكتور بن قانة إسماعيل والأستاذة زغود تبر والأستاذ ياسين ضيف على المجهودات الجبارة التي بذلوها من أجل إثراء هذا البحث ومتابعته معنا خطوة بخطوة.

وكما نتوجه بجزيل الشكر إلى الأستاذ الدكتور غريب بولرباح شفاه الله.

شكر خاص لمن ساعد في انجاز هذه المذكرة من قريب أو من بعيد.

وفي الأخير نسأل ربنا الله عزوجل أن يجعل عملنا هذا خالصا لوجهه ومقبولا عنده ورافعا لأعمالنا ومزايا حسناتنا.

عبـــــد الرحمـــــــــان

الملخص :

تعتبر الرافعة المالية من الظواهر المالية الهامة خاصة في علاقتها وتأثيرها على المردودية المالية، وقد سعت هذه الدراسة لتقييم هذه العلاقة واكتشاف طبيعة هذا التأثير، وذلك بتطبيقها على الشركات البترولية الوطنية العاملة بمنطقة حاسي مسعود، حيث تم أخذ عينة مكونة من خمس شركات خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2014.

حيث تم استخدام أسلوب البيانات الطولية **"Panel data"** لدراسة العلاقة بين الرفع المالي كمتغير مستقل مقاسا بالديون المالية إلى الأموال الخاصة، والمردودية المالية كمتغير تابع رئيسي بالإضافة إلى متغيرات تابعة فرعية أخرى تتمثل في مركبات المردودية المالية، وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews 7).

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة : وجود علاقة تأثير عكسية ذات دلالة إحصائية للرفع المالي (**LF**) على كل من المردودية المالية (**Rf**)، ومركباتها المتمثلة في نسبة الربحية الإجمالية ومعدل دوران الأصول والنسبة الهيكلية.

الكلمات الدالة : مردودية مالية، رافعة مالية، مركبات مردودية، شركات بترولية.

Résumé :

L’effet de levier on peut considérer comme phénomène financière très importants surtout leur impact et relation avec la rentabilité financière, et notre étude essayer d’évaluer cette relation et identifier la nature de cet impact ; et en mettre en pratique cinq sociétés pétrolières national sur période de six années débuté en 2009 et terminer en 2014.

Et en est utiliser modèle panel data pour étudier la relation entre le l’effet de levier et la rentabilité financière en fonction le programme statistique (Eviews 7).

Et nos résultats de notre étude liées de l’existence d’une relation d’impact inverse entre le l’effet de levier et la rentabilité financière dans ce type des sociétés.

Mots clés : l’effet de levier, la rentabilité financière, composantes financières, les sociétés pétrolières.

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات	الصفحة
الإهداء	**III**
الشكر	**IV**
الملخص	**V**
قائمة المحتويات	**VI**
قائمة الجداول	**VII**
قائمة الأشكال البيانية	**VIII**
قائمة الملاحق	**IX**
قائمة الإختصارات والرموز	**X**
المقدمة	أ
الفصل الأول : مفاهيم أساسية حول المردودية والرافعة المالية	**1**
المبحث الأول : المردودية، الرافعة المالية	**3**
المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول الرفع المالي والمردودية المالية	**11**
الفصل الثاني : دراسة تطبيقية لأثر الرفع المالي على المردودية المالية لعينة من الشركات البترولية الوطنية	**19**
المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة	**21**
المبحث الثاني : نتائج الدراسة ومناقشتها	**25**
الخاتمة	**46**
المراجع	**51**
الملاحق	**54**

الفهرس	**66**

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(**1.1**)	مقارنة الدراسات السابقة	**15**
(**1.2**)	المتغيرات المعتمدة في الدراسة	**25**
(**2.2**)	الوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة للمؤسسات خلال الفترة (2009-2014)	**26**
(**3.2**)	معلمات نموذج العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية باستخدام النماذج الثلاثة	**31**
(**4.2**)	نتائج اختبار (LM) وHausman بين الرفع المالي و والمردودية المالية	**32**
(**5.2**)	معلمات نموذج العلاقة بين الرفع المالي والربحية الإجمالية باستخدام النماذج الثلاثة	**32**
(**6.2**)	نتائج اختبار (LM) وHausman بين الرفع المالي والربحية الإجمالية	**33**
(**7.2**)	معلمات نموذج العلاقة بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول باستخدام النماذج الثلاثة	**33**
(**8.2**)	نتائج اختبار (LM) وHausman بين الرفع المالي و ومعدل دوران الأصول	**34**
(**9.2**)	معلمات نموذج العلاقة بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية باستخدام النماذج الثلاثة	**35**
(**10.2**)	نتائج اختبار (LM) وHausman بين **الرفع المالي** والنسبة الهيكلية	**35**
(**11.2**)	معلمات الحد الثابت لنموذج الآثار الثابتة	**41**
(**12.2**)	معلمات الحد الثابت لنموذج الآثار العشوائية	**43**

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1.1)	الحالات الممكنة لأثر الرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة	10
(1.2)	الوسط الحسابي لنسبة الرافعة المالية للمؤسسات البترولية خلال فترة الدراسة	26
(2.2)	تطور نسب المردودية خلال فترة الدراسة	27
(3.2)	تطور مركبات المردودية المالية خلال فترة الدراسة	28
(4.2)	تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي والمردودية المالية	29
(5.2)	تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي والربحية الإجمالية	29
(6.2)	تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول	30
(7.2)	تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية	30
(8.2)	مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin-Watson)	37

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
الملحق 01	البيانات المحاسبية لعينة الدراسة خلال الفترة (2009- 2014)	**55**
الملحق 02	حساب متغيرات العينة المدروسة	**56**
الملحق 03	نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية	**57**
الملحق 04	نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي والربحية الإجمالية	**59**
الملحق 05	نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول	**61**
الملحق 06	نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية	**63**
الملحق 07	الجدول الإحصائي لـ Durbin-Watson	**65**

قائمة الإختصارات والرموز

الإختصار /الرمز	الدلالة
Rcp ،Rf	المردودية المالية
LF	الرفع المالي
Re	المردودية الإقتصادية
Rnet	النتيجة الصافية
Cp	الأموال الخاصة
D	الديون
Roper	النتيجة العملياتية
i	تكلفة الإستدانة
IS	معدل الضريبة على أرباح الشركات
PRM	نموذج الإنحدار التجميعي
FEM	نموذج الآثار الثابتة
REM	نموذج الآثار العشوائية

المقدمة

أ. توطئة :

يعد الهدف الأساسي بالنسبة للإدارة المالية المعاصرة هو تعظيم قيمة الشركة أو تعظيم قيمة أسهمها في السوق، كون هاته الأخيرة تعتبر الأداة التي من خلالها يمكن للمالكين تقدير كفاءة إدارة الشركة، وأيضا كون الفكر المالي الحديث يرتكز على نظرية قيمة الشركة.

كما تواجه الشركة العديد من القرارات الإستراتجية والمالية التي تحدد قيمتها وذلك بما يتوافق مع الأهداف المرسومة، ولعل من أبرز هذه القرارات التي تهتم بها الإدارة المالية وتقوم باتخاذها هي القرارات المتعلقة بهيكل التمويل، وذلك بتحديد المزيج الأمثل من مصدري الديون وأموال الملكية.

حيث تسعى الشركات للحصول على الأموال لتلبية احتياجاتها المالية من أجل تسيير عملياتها وتوسيع أنشطتها، وبالتالي عليها أن تختار بين مصدرين أساسيين هما: إما اللجوء إلى اقتراض الأموال، أو عن طريق التمويل الداخلي، إلا أنه في عقود سابقة كانت مهمة توفير الأموال اللازمة للشركة من المهام الصعبة، خاصة في ظل ندرة هذه الأموال، وتفاوت درجة تكلفتها ودرجة المخاطرة المصحوبة بكل مصدر من مصادر التمويل.

إلا أنه في ظل التطور الكبير الذي تشهده السوق التمويلية فقد برزت مجموعة متنوعة من البدائل التمويلية المتاحة أمام الشركة، والتي تعمل من خلالها على تلبية كل احتياجاتها المالية، فقد أصبحت الصعوبة التي تواجه المسير هي ليست البحث عن مصادر التمويل في حد ذاتها، بقدر ما تكمن المشكلة في طريقة المزج بين مصادر التمويل المختلفة، وبالتالي إيجاد التوليفة المثلى من بين المصادر المتاحة.

وقد تكون الميزة الأساسية للاقتراض هي انخفاض التكلفة، وذلك لما يحتويه التمويل بالقروض أو ما يسمى بالرافعة المالية من مزايا نظرا لما تحققه من وفر ضريبي، حيث أن تكلفة الفوائد تخصم من وعاء الأرباح الخاضع للضريبة، خاصة إذا كانت تكلفة هذه الديون أقل من تكلفة حقوق الملكية، مما يجعلها مصدرا مفضلا للتمويل عن غيره من المصادر الأخرى.

إلا أن التوسع في الاعتماد على الأموال المقترضة دون أن تكون هناك كفاءة في استخدامها قد ينعكس سلبا على قيمة الشركة، وهذا بزيادة المخاطر المالية الناجمة عنه مما يؤدي إلى رفع تكلفة الأموال، ولذلك على المؤسسة العمل على الموازنة بين العائد والمخاطر.

وعليه يمكن القول أن الإدارة المالية الناجحة لأي شركة هي التي تلجأ لتمويل احتياجاتها المالية عن طريق التمويل المختلط، أي المزج بين المصدرين لما له من علاقة مهمة وذات الصلة الوثيقة بهدف الشركة المتمثل في تعظيم قيمة أسهمها في سوق الأوراق المالية.

ومن أجل تقييم الأداء المالي للمؤسسات البترولية الوطنية الجزائرية ومعرفة مدى انسجامها مع المنظومة المالية، ومدى قدرتها لتحقيق أهدافها سوف يتم الإعتماد أو الإستعانة بمؤشرات الأداء المالي، ولحصر الموضوع أكثر سوف نعتمد في دراستنا على مؤشر من مؤشرات الأداء المالي ألا وهو المردودية، باستعمال تحليل الرفع المالي ذلك أن هذا الأخير يسمح بإعطاء صورة أو مقاربة عن المردودية المالية باعتبارها من أهم مؤشرات الأداء المالي.

ب. إشكالية الدراسة :

من خلال عدم وجود رؤية واضحة عن الرفع المالي الأمثل أو المناسب فيما يخص المؤسسات البترولية الوطنية، تمحورت إشكالية بحثنا حول السؤال الجوهري الآتي :

إلى أي مدى يؤثر الرفع المالي على المردودية المالية في المؤسسات البترولية الوطنية العاملة في منطقة حاسي مسعود خلال الفترة (2009-2014) ؟

و منه تندرج تحت هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية :

- هل يوجد تأثير للرفع المالي مقاسا بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة على نسبة المردودية المالية ؟
- هل يوجد تأثير للرفع المالي مقاسا بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة على نسبة الربحية الإجمالية ؟
- هل يوجد تأثير للرفع المالي مقاسا بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة على معدل دوران الأصول ؟
- هل يوجد تأثير للرفع المالي مقاسا بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة على النسبة الهيكلية ؟

ت. الفرضيات :

للإجابة على هذه الأسئلة المطروحة تم اعتماد مجموعة من الفرضيات التالية :

- توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي مقاسا بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة ونسبة المردودية المالية للشركات البترولية الوطنية بحاسي مسعود؛
- توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي ونسبة الربحية الإجمالية؛
- توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول؛
- توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية.

ث. مبررات اختيار الموضوع :

- يعتبر هذا الموضوع من المواضيع الجديرة بالاهتمام و البحث نظرا لما حظي به من اهتمامات الباحثين و الكتاب؛
- الرغبة في استخدام الأساليب الإحصائية في مثل هذه المواضيع؛
- معرفة مدى سعي المؤسسات البترولية الوطنية إلى الإهتمام بالأساليب العلمية والمالية في تنفيذ ودراسة مشاريعها؛
- مقارنة الجانب النظري بماهو موجود على المستوى العملي في المؤسسات البترولية الوطنية الجزائرية.

ج. أهمية الدراسة :

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من محاولة تحديد العلاقة بين الرافعة المالية والمردودية المالية في المؤسسات البترولية الوطنية الجزائرية، و لكونها تتناول موضوعا يرتبط ببقاء وإستمرارية المؤسسة و تعظيم ثروة الملاك و حماية المقرضين مما يساهم نسبيا في تطوير الأداء المالي لهذه المؤسسات و يرتقي بها.

ح. أهداف الدراسة :

من خلال هذه الدراسة نهدف إلى تحقيق ما يلي :

- اختبار العلاقة بين نسبة الرافعة المالية والمردودية المالية للمؤسسات البترولية الوطنية الجزائرية بحاسي مسعود (ولاية ورقلة)؛
- التحقق من الفرضيات الموضوعة ومدى صحتها؛
- محاولة معرفة تطبيق اثر الرافعة في المؤسسات محل الدراسة.
- تهدف الدراسة إلى تتبع أثر الرفع المالي على مركبات المردودية المالية والبحث عن النسبة الأكثر تأثرا.

خ. حدود الدراسة :

الحدود المكانية : عينة من المؤسسات العاملة بمنطقة حاسي مسعود؛

الحدود الزمانية : تمت الدراسة خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2014.

د. منهج الدراسة و الأدوات المستخدمة :

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده والإجابة المتبناة في البداية وتساؤلاتها وإثبات أو نفي فرضيات الموضوع، فإننا اتبعنا المنهج الوصفي الموافق للدراسة النظرية من خلال دراسة التعريفات المختلفة لمصطلح الرافعة المالية والمردودية، وكذا أهم الدراسات ذات الصلة بالموضوع لنتمكن من خلالها بتدعيم الأسس النظرية، أما بالنسبة للجانب التطبيقي فقد اعتمدنا على أسلوب دراسة الحالة بالإضافة إلى استخدام أسلوب البيانات الطولية " Panel Data "، بينما الأدوات المستخدمة والمساعدة في الوصول إلى النتائج تمثلت في برنامج Excel وكذلك البرنامج الإحصائي Eviews7.

ذ. صعوبات البحث :

تكمن صعوبات هذه الدراسة في الحصول على البيانات والمعطيات والقوائم المالية من المؤسسات، وذلك لتحفظ بعض المؤسسات البترولية بعدم منح القوائم المالية الخاصة ببعض السنوات في شكل وثائق رسمية والإكتفاء فقط بتزويدنا بمانحتاجه من معلومات تخص الدراسة.

ر. هيكل الدراسة :

تمت هذه الدراسة وفقا لما تقتضيه البحوث في هذا المجال وجاءت في شكل مقدمة عامة كمدخل للموضوع، وفصلين الأول يحوي الأسس النظرية لكل من المردودية والرافعة المالية، وكذا الدراسات السابقة التي تم الاعتماد عليها في البحث، أما الفصل الثاني فيتعلق بالدراسة الميدانية والتي تتضمن عينة ومجتمع الدراسة وكذا الأساليب الإحصائية المناسبة للكشف عن العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية ومركباتها وتحليل النتائج، وختمت الدراسة بخاتمة تتضمن جملة من النتائج والتوصيات وجملة من المقترحات.

الفصل الأول :

مفاهيم أساسية حول المردودية والرافعة المالية

تمهيد :

تعتبر المردودية مقياس يسمح بمعرفة الوضعية المالية للمؤسسة، حيث يقيم من خلالها مختلف العمليات والأنشطة الإقتصادية لإتخاذ القرار السليم وتصحيح الإنحرافات أو للقيام بأنشطة، عمليات، أو استثمارات جديدة.

ومن أجل وصول المؤسسات إلى المردودية المطلوبة يترتب عليها أن تسخر كل طاقاتها وإمكانياتها والوسائل المتاحة لغرض تحقيق الأهداف المرجوة والمسطرة، من أهمها المحافظة على التوازن المالي.

ويعد موضوع الاستدانة من أهم المواضيع التي تواجه المؤسسة إذ تقع على عاتقها عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة، و ذلك من خلال [1]تحديد الكميات التي تحتاجها من الأموال و نوعيتها. و على إدارة المؤسسة أن تقرر كيفية المزج بين هذه المصادر من حيث الكم و النوع.

ومن هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، المبحث الأول سيتم التطرق فيه إلى مفاهيم حول المردودية والرافعة المالية، أما المبحث الثاني سنتناول فيه الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع.

المبحث الأول : المردودية، الرافعة المالية

في هذا المبحث سوف يتم التطرق فيه إلى تحليل المردودية بالاعتماد أساسا على نظرية أثر الرافعة المالية، التي تتمثل في مجموع الآليات والميكانيزمات المالية والإقتصادية التي تستخدم من قبل المسيرين بغرض التأثير على المردودية المالية للمؤسسة، وذلك على المدى القصير عن طريق التحكم في التكاليف وتغطية الأرباح، أو على المدى الطويل من خلال البحث عن الهيكل المالي الأمثل والذي يسمح بتعظيم ربحية المؤسسة والتقليل من المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة.

سنتناول بالدراسة، لآلية أثر الرافعة المالية ومدى تأثيرها على مردودية المؤسسة.

المطلب الأول : مردودية الأموال الخاصة

إن من بين الأهداف الأساسية للمؤسسة، العمل على تحقيق المردودية، ذلك مايترجمه حرص المؤسسة على تحقيق هذه المردودية بشتى الوسائل والإمكانيات اللازمة، حيث تعمل على تسخير وتجنيد كل طاقاتها وإمكانياتها المادية والبشرية من أجل الوصول إلى الهدف المنشود.

ومنه فإن المردودية تعني ذلك التكامل بين عناصر المؤسسة (المادية والمعنوية)، مع الأخذ بعين الإعتبار كل العوامل التي يمكن أن تؤثر عليها.

من خلال ماسبق سوف يتم التطرق في هذا المطلب إلى مختلف مفاهيم المردودية وأنواعها.

الفرع الأول : مفهوم وأنواع المردودية

أولا – المردودية : .

مع اختلاف وجهات النظر حول إعطاء مفهوم شامل للمردودية، وردت عدة تعاريف من أهمها :

- تعرف على أنها " ذلك الإرتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية "[1]؛
- ويرى كل من "P.Loranze" و "R.teller" بأن المردودية بصفة عامة عبارة عن الفائض النقدي الناتج عن العمليات الخارجية والداخلية للمؤسسة، وبالتالي فالمردودية عبارة عن علاقة بين قوة تحقيق النتائج وحجم تكلفة الأموال المستثمرة[2]؛
- كما تعكس المردودية " نتائج السياسات والقرارات التي اتخذتها إدراة المؤسسة المالية فيما يتعلق بالسيولة والمديونية، إذا المردودية تعطي الإجابة النهائية عن الكفاءة العامة لإدارة المؤسسة "[3]؛

[1] إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات**، الجزء الأول، دار وائل للنشر، عمان الأردن، الطبعة الثانية، 2011، ص281.

[2] Lauzale, **P.controle de gestion et budget**, serey, Paris, 1986, p24.

[3] محمد صالح الحناوي، **الإدارة المالية والتمويل**، دار الجامعة، الإسكندرية، 1988، ص78.

– كما تعرف على أنها قدرة المؤسسة على توليد فائض نقدي، حيث يعتبر الإستثمار ذا مردودية في حالة ما إذا نتجت عنه تدفقات نقدية داخلية تزيد عن التكلفة التي أنفقت لأجل الحصول على هذه التدفقات[1].

وبالتالي المردودية في المؤسسة هي جملة المتغيرات والوسائل التي تقوم بها من أجل الحصول على النتائج المالية المناسبة، وهنا يمكن أن نميز بين المردودية، من وجهة نظر المؤسسة يطلق عليها المردودية الإقتصادية، أما من وجهة نظر المساهمين تسمى المردودية المالية.

ثانيا – أنواع المردودية :

هناك نوعان من المردودية، الأول يتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المؤسسة (المردودية الإقتصادية)، أما الثاني يتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المساهمين في رأس مالها (المردودية المالية).

أ. المردودية الإقتصادية (Re) : la Rentabilité économique

هي العلاقة بين النتيجة الإقتصادية التي تحققها المؤسسة ومجموع الأموال التي إستعملتها. وهي مردودية تقيس الفعالية في استخدام الأصول الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، حيث يعبر عن النتيجة الإقتصادية بنتيجة الإستغلال، كما يمكن التعبير عنها بالفائض الإجمالي للإستغلال، وتسمى بالمردودية الإقتصادية الإجمالية لأنها تتحقق قبل عمليات الإهتلاك، العمليات المالية وعمليات التوزيع.[2]

لذلك فهي تعبر عن الأداء الإقتصادي لدورة الإستغلال، وتقاس بمعدل المردودية الإقتصادية المحدد بالعلاقة التالية[3] :

معدل المردودية الإقتصادية (Re) = النتيجة العملياتية بعد الضريبة / الأصول الإقتصادية

ب. المردودية المالية (Rf) : la Rentabilité Financiére

وتسمى أيضا بعائد أو مردودية الأموال الخاصة، وهي العلاقة بين النتيجة التي حققتها المؤسسة والأموال الخاصة، فهي تقيس العائد المالي المتحقق من استثمار أموال أصحاب المؤسسة.[4]

وتعرف أيضا "النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، وهي عبارة عن ماتقدمه الوحدة الواحدة المستثمرة من أموال المساهمين من الربح الصافي.[5]

---

[1] Pierre Baranger et autres, **Gestion, fonction de l'entreprise,** 2eme édition, Vuibert, paris, 1988, P157.

[2] مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، **التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد**، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص ص87-88.

[3] إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

[4] عادل عشي، **الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية– قياس وتقييم**، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002، ص73.

[5] سماح بن دومة، **أثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، رسالة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015، ص5.

تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والتدفقات المالية، حيث نأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية.

ويمكن حسابها بالعلاقة التالية[1] :

المردودية المالية (Rf) = النتيجة الصافية (Rnet)/ الأموال الخاصة (Cp)

حيث تحدد العلاقة أعلاه، مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من إستعادة ورفع مستوى الأموال الخاصة، ويمكن بقراءة معمقة تعريف مردودية الأموال الخاصة على أنها معدل المردودية الإقتصادية بعد الضريبة عند مستوى إستدانة معدوم.

الفرع الثاني : المركبات الأساسية للمردودية المالية

يمكن استخراج المركبات الأساسية لمعدل المردودية المالية، نقوم بإعادة كتابة العلاقة الرياضية مع إدراج رقم الأعمال والأصول الإقتصادية، وذلك على النحو التالي :

مردودية الأموال الخاصة = (النتيجة الصافية / رقم الأعمال)
X
(رقم الأعمال / الأصول الإقتصادية)
X
(الأصول الإقتصادية / الأموال الخاصة)

إذا فالمردودية المالية يمكن تحليلها إلى ثلاث مركبات أساسية والمتمثلة في معدل الربحية الإجمالية ومعدل دوران الأصول الإقتصادية والنسبة الهيكلية والتي نعرفها باختصار كالآتي :

- ✓ **معدل الربحية الإجمالية** : وتسمى أيضا بهامش الربح الصافي[2]، هذا المعدل يقيس ربحية المؤسسة انطلاقا من إجمالي أنشطتها حيث يتم فيه مقارنة النتيجة الصافية برقم الأعمال، ويتم به قياس فعالية السياسة التجارية[3]، ويحسب انطلاقا من جدول حسابات النتائج بالعلاقة التالية :

معدل الربحية الإجمالية = النتيجة الصافية / رقم الأعمال

[1] إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص283.

[2] مداني بن بلغيث و عبد القادر دشاش، ملتقى دولي حول "**النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة**"، مداخلة بعنوان "**انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على التشخيص المالي للمؤسسة**"، دراسة حالة مطاحن الواحات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص17.

[3] سماح بن دومة، مرجع سبق ذكره، ص6.

- ✓ **معدل دوران الأصول الإقتصادية** : يقيس هذا المؤشر قدرة مساهمة الأصول الإقتصادية في تحقيق رقم الإعمال، وذلك بمعدل نقارن فيه بين مستوى الأصول الإقتصادية المستثمرة لتحقيق رقم أعمال معين، ويحسب انطلاقا من الميزانية وجدول حسابات النتائج بالعلاقة التالية :

معدل دوران الأصول الإقتصادية = رقم الأعمال / الأصول الإقتصادية

يمكن هذا المعدل من حساب عدد المرات التي يتكرر فيها رقم الأعمال بنفس الحجم ليغطي الأصول الإقتصادية، بشكل يمكن متخذ القرار المالي من مراقبة الجدوى الإقتصادية للأموال المستثمرة في الدورة الإقتصادية وإمكانية تصحيحها لتحقيق الأهداف المسطرة، أي يعبر عن الفعالية الإنتاجية للمؤسسة.

- ✓ **النسبة الهيكلية** : تقيس التركيبة المالية للمؤسسة، وذلك بمقارنة مستوى الأموال الخاصة إلى إجمالي الأصول الإقتصادية حيث تعبر عن الهيكل المالي للمؤسسة أي السياسة التمويلية لها، وتحسب انطلاقا من الميزانية الإقتصادية بالعلاقة التالية :

النسبة الهيكلية = الأصول الإقتصادية / الأموال الخاصة

يمكن هذا المعدل من حساب عدد المرات التي تتكرر فيها الأموال الخاصة بنفس المستوى لتغطي الأصول الإقتصادية.

بعد تحليل المردودية المالية نخلص إلى أنها تتكون من جملة من النسب والتي من خلال قياسها يمكننا التعرف على القوة التنافسية للمؤسسة ومدى قدرتها على زيادة الإنتاجية، وكذلك إدراك تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة ومستوى نجاعتها في إختيار السياسة المالية التي تتوافق مع إمكانياتها وتلبي لها احتياجاتها الضرورية[1]، إذا فالمردودية المالية تؤكد قوة المؤسسة من ناحية الأداء والذي ينعكس من خلال سياساتها وقراراتها سواء تلك المرتبطة بالإنتاج، أو التسويق، أو التسعير أو غيرها.

وفي الأخير يمكن القول بأن المردودية بصفة عامة عبارة عن كلاً من المردودية المالية والمردودية الإقتصادية وتستعملان في المقارنة بين المؤسسات التي لها نفس النشاط والحجم، وهما مؤشران غير متساويان في القيمة إلاّ في حالات خاصة، ويعود سبب عدم التساوي إلى وجود أثر الرافعة المالية باعتبار أن هذه الأخيرة تمثل الفرق بين معدلي المردودية المالية والمردودية الإقتصادية.[2]

[1] ميلودة ميلي، **أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة**، رسالة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013، ص5.
[2] سماح بن دومة، مرجع سبق ذكره، ص7.

المطلب الثاني : ماهية الرافعة المالية

سنتناول في هذا المطلب كل من مفهوم الرفع في الإدراة المالية، الصيغة الرياضية لأثر الرافعة المالية وحالات أثر الرافعة المالية.

الفرع الأول : مفهوم الرفع في الإدراة المالية

يقصد بالرفع في علم الإدارة المالية استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع[1]، ويشمل مفهوم الرفع ثلاث مجالات الرفع التشغيلي، الرفع الكلي والرفع المالي وهذا ماسيتم التطرق له في هذا المطلب.

هناك عدة تعاريف جاءت في هذا المجال من بينها :

- يعبر الرفع المالي عن درجة أو نسبة استخدام التمويل بالمديونية لتمويل جزء من الأصول[2]؛
- الرفع المالي **Levier financiére** هو "استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب"[3]، وهو "عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم"[4]، لذا فهو يعتمد على الإقراض لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك؛
- يقصد بالرفع المالي هو إعتماد المنشأة على الإقتراض من المؤسسات المصرفية والمالية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة[5]؛
- مصطلح أثر الرافعة المالية يشير إلى أثر الاستدانة (**D**) على الأموال الخاصة (**Cp**) ، ويعتمد أثر الرافعة المالية على الهيكل المالي للمؤسسة[6]؛
- أما Ross فقد وصف الرفع المالي بأنه إلتزام أو مسؤولية دفع المال إلى شخص آخر يسمى المقرض، وينشأ هذا الإلتزام عادة لأن الدين أو القرض قد أُخِذ وأن المقرض يأمل في أن يسدد له في تاريخ الإستحقاق أو قبله، وعليه فائدة وهي سلسلة من الدفعات فوق المبلغ المقترض[7].

---

[1] بسام محمد الآغا، **أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار**، رسالة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005، ص77.

[2] علي حنفي، **مدخل إلى الإدارة المالية الحديثة (التحليل المالي و اقتصاديات الاستثمار و التمويل)**، بدون طبعة، دار الكتاب الحديث، مصر، 2008، ص 89.

[3] قريدة السايح، **محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم**، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014، ص2.

[4] مفيدة يحياوي، **تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الإقتصادية الجزائرية**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 3، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص90.

[5] بسام محمد الآغا، مرجع سبق ذكره، ص80.

[6] Khemissi Chiha**, gestion et stratégie financière**, 1 ère édition, édition houma, 2005, p 57.

[7] إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، **العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم**، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الإقتصادية والإدارية، العدد 8، ص152.

يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط، فهي نتاج المرونة المكافئة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة (أي الديون) فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين، حيث نكون أمام حالة أثر رافعة مالية ايجابي، أما في الحالة العكسية أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين ويصبح أثر الرافعة المالي سلبي.

الفرع الثاني : الصيغة الرياضية لأثر الرافعة المالية

للضريبة أثر واضح في حساب أثر الرافعة المالية، حيث أن اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي و هذا لأن الفوائد تطرح من الأرباح قبل حساب الضرائب، فالمؤسسات التي تدفع معدل ضريبة مرتفع تفضل مثلا التمويل بالاقتراض بدلا من التمويل عن طريق الأموال الخاصة لأن الوفر الضريبي لهذه المؤسسات سيكون أكبر.

يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية، انطلاقا من المعطيات التالية[1] :

Roper : النتيجة العملياتية؛

Rnet : النتيجة الصافية؛

Re : المردودية الإقتصادية؛

Rcp : مردودية الأموال الخاصة؛

CP : الأموال الخاصة؛

D : الإستدانة الصافية؛

i : تكلفة الإستدانة؛

IS : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

تُحدّد النتيجة الصافية بدلالة النتيجة العملياتية كالتالي[2] :

$$\mathbf{Rnet} = (\mathrm{Roper} - \mathrm{D} \times \mathrm{i})(1 - \mathrm{IS})$$

وبقسمة طرفي المعادلة السابقة على الأموال الخاصة CP نجد :

$$\mathbf{Rcp} = \frac{\mathrm{Rnet}}{\mathrm{CP}} = \frac{(\mathrm{Roper} - \mathrm{D} \times \mathrm{i})(1 - \mathrm{IS})}{\mathrm{CP}}$$

$$= \frac{(\mathrm{Roper} - \mathrm{D} \times \mathrm{i})(1 - \mathrm{IS})}{\mathrm{CP} + \mathrm{D}} \times \frac{\mathrm{CP} + \mathrm{D}}{\mathrm{CP}}$$

[1] إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص286.

[2] أسماء ريم، **مدى تأثير الرافعة المالية على تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية**، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015، ص8.

$$= \left(\text{Re} \times \frac{\text{CP}}{\text{CP}} + \text{Re} \times \frac{\text{D}}{\text{CP}} - \text{i} \times \frac{\text{D}}{\text{CP}}\right)(1 - \text{IS})$$

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية كالتالي :

$$\mathbf{Rcp} = \left(\text{Re} + (\text{Re} - \text{i}) \times \frac{\text{D}}{\text{CP}}\right)(1 - \text{IS})$$

حيث :

- $(\text{Re} - \text{i})$: الهامش بين المردودية الاقتصادية و تكلفة الاستدانة؛
- $\frac{\text{D}}{\text{CP}}$: الرافعة المالية و تقيس تركيبة الهيكل المالي؛
- $(\text{Re} - \text{i}) \times \frac{\text{D}}{\text{CP}}$: أثر الرافعة المالية.

فيكون لدينا :

مردودية الأموال الخاصة = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية

وبالتالي :

أثر الرافعة المالية = مردودية الأموال الخاصة – المردودية الاقتصادية

الفرع الثالث : حالات أثر الرافعة المالية

يتجلى الهدف من حساب الرفع المالي في دراسة أثر الإستدانة على المردودية المالية، حيث قد يكون للإستدانة أثر ايجابي على المردودية المالية، كما لايمكن أن يهمل الأثر السلبي له، هذا يختلف من مؤسسة إلى اخرى ويتم توضيح ذلك من خلال الحالات التالية :

أولا ـ حالة المؤسسة عديمة الإستدانة : وهذا يعني أن المؤسسة تقوم بتمويل نشاطها بأموالها الخاصة دون اللجوء إلى الإستدانة الخارجية، وفي هذه الحالة صياغة أثر الرافعة المالية تكتب بالشكل التالي[1] :

$D =$

ويتبين في هذه الحالة أنه لايوجد أثر للرافعة المالية، حيث تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الإقتصادية بعد إقتطاع الضريبة على الأرباح.

[1] مخلوف أسماء، **دراسة آلية أثر الرافعة المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية**، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013، ص25.

ثانيا ـ حالة المؤسسة المستدينة : تعد الإستدانة من أهم مصادر التمويل، كما أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية المالية الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق نمو للقدرة على التمويل الذاتي، لكن من الضروري مراقبة مستويات الإستدانة، وهذا مانحاول تحقيقه من خلال دراسة أثر الرافعة المالية، هنا يجب التمييز بين ثلاث حالات يمكن أن تقع فيها المؤسسة[1] :

أ. حالة المردودية الإقتصادية أعلى من معدل الفائدة (Re > i) :

عندما تكون المردودية الإقتصادية أكبر من معدل الفائدة، يكون أثر الرافعة المالية موجب وتكتب المعادلة بالشكل التالي :

$$(Re - i) > 0 \rightarrow Rcp - Re = (Re - i)\ D/Cp > 0$$

ومنه يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة بزيادة الرافعة المالية D/Cp، أي زيادة اللجوء إلى الإستدانة يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة.

ب. حالة المردودية الإقتصادية تساوي معدل الفائدة : (Re = i)

هذه الوضعية تؤدي إلى تحييد أثر الرافعة المالية، وحينها تتوحّد دلالة كل من مردودية الأموال الخاصة والمردودية الإقتصادية بعد الضريبة، وهي نفس حالة إنعدام الإستدانة.

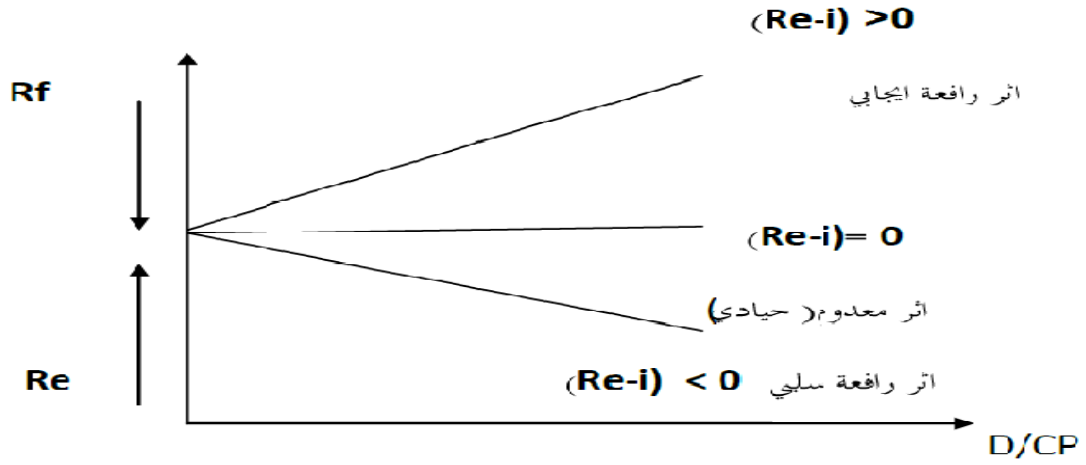
ج. حالة المردودية الإقتصادية أقل من معدّل الفائدة : (Re < i)

عند تحقق هذه الحالة، يكون أثر الرافعة المالية سالب ويعطى بالعلاقة التالية :

$$(Re - i) < 0 \rightarrow Rcp - Re = (Re - i)\ D/Cp < 0$$

وتنخفض مردودية الأموال الخاصة بزيادة اللجوء إلى الإستدانة، وذلك بسبب ارتفاع المصاريف المالية.

الشكل رقم (1.1) : الحالات الممكنة لأثر الرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة



المصدر : ميلودة ميلي، مرجع سبق ذكره، ص 19.

[1] سماح بن دومة، مرجع سبق ذكره، ص12.

❖ **بعض الإنتقادات الموجهة لأثر الرافعة المالية :**

بالرغم من الإيجابيات التي يقدمها مؤشر الرافعة المالية في مساعدة المؤسسة على إختيار مصادر تمويلها واتخاذ قرار التمويل إلا أنه من الناحية المالية له بعض العيوب والقصورات من بينها[1] :

- مؤشر الرافعة المالية يخدم المؤسسة في حالة ما إذا كانت $Re > i$ وبحسب هذا المؤشر فإن معدل الفائدة ثابت دائما وهذا غير منطقي؛
- التضارب بين مصالح كل من المساهمين والمقرضين حيث يبحث كل منهما على تحقيق مصلحته الخاصة والتي تتمثل في تعظيم ثروته؛
- في مجال التسيير فإن المعدل المحاسبي للمردودية الإقتصادية والأموال الخاصة يمثلان إحدى أهم مؤشرات قياس الفعالية والمردودية لمراكز الربح، لكن من الناحية المالية فإنّ فوائدهما جد محدودة، فهي مؤشرات تحسب على أساس محاسبي لاتأخذ بعين الإعتبار عنصر المخاطرة، وبالتالي لايمكنهما بأي حال من الأحوال أن يخدما أهداف المؤسسة والإعتماد عليهما بشكل مطلق قد يقود إلى قرارات خاطئة كليا[2]؛
- المبالغة في بعض الأحيان في معدلات الفائدة، مما يؤدي إلى المبالغة في أثر الرفع المالي الذي تم احتسابه على أساسها؛
- رغم أن مؤشر أثر الرافعة يحدّد أثر الإستدانة على مردودية الأموال الخاصة، إلاّ أنه لم يضع حدود للإستدانة (الإستدانة المثلى) التي تمكن من تحقيق أهداف المؤسسة، حيث كما ذكرنا سابقا أن لجوء المؤسسة بإستمرار إلى الاستدانة لايعني زيادة مستمرة في مردودية أموالها الخاصة بل وقد تتعرض جراء ذلك إلى مخاطر عديدة لعلّ أخطرها الإفلاس، ومثال على ذلك انهيار أكبر المؤسسات العالمية في الأزمة المالية الراهنة.

المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول الرفع المالي والمردودية المالية

بعد التطرق لمفهوم الرفع المالي والمردودية المالية ومركباتها، سنحاول في هذا المبحث اختيار أهم الدراسات والأبحاث ذات الصلة بموضوع الدراسة، وذلك بعرض الأهداف ومن ثم مناقشة النتائج المتوصل إليها، بالإضافة إلى مايميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.

[1] مخلوف أسماء، مرجع سبق ذكره، ص31.

[2] إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص294.

المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة

وهي دراسات باللغة العربية وأخرى باللغة الأجنبية: وهي كالتالي :

الفرع الأول : الدراسات العربية

أولا – دراسة بسام محمد الآغا (2005)[1] : بعنوان" أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"

سعت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل وتأثيرهما على معدل العائد على الاستثمار، وقد طبقت الدراسة على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، حيث تم أخذ عينة مكونة من (15) شركة خلال الفترة (1999-2003)، واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية لمؤسسات العينة، كما تم استخدام برنامج SPSS للتحليل الإحصائي، ومعامل الإرتباط لبيرسون، ومعادلة الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة : وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار، وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (الممتلكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار.

كما أوصت الدراسة بزيادة الاعتماد على التمويل بحقوق الملكية وتخفيض التمويل بالقروض قدر الإمكان مع مراعاة درجة المخاطرة.

ثانيا – دراسة وليد أحمد الصافي، شقيري نوري موسى (2009)[2] : بعنوان "الرافعة المالية و أثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة و درجة المخاطرة"

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر الرفع المالي بدلالة (درجة الرفع المالي DFL، ونسبة الدين إلى حقوق الملكية (D/E) في كل من المخاطرة (الكلية مقاسة بالإنحراف المعياري للعوائد، و النظامية مقاسة بمعامل بيتا) والربحية معبرا عنها بنصيب السهم العادي من الأرباح المحققة EPS، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 31 مؤسسة صناعية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة الممتدة من عام 1999- 2006، حيث تم استخدام برنامج SPSS للتحليل الإحصائي، معادلة الانحدار الخطي البسيط و معادلة الانحدار الخطي المتعدد، و أشارت النتائج إلى أن الرفع المالي مقاسا بدرجة الرافعة المالية يؤثر في كل من المخاطر النظامية و المخاطر الكلية للمؤسسات الصناعية، أما الرفع المالي مقاسا بنسبة الدين إلى حقوق الملكية تبين أنه يؤثر في المخاطر النظامية و لا يؤثر في المخاطر الكلية، كما توصلت إلى أن الرفع المالي سواءا مقاسا بدرجة الرافعة المالية أو بنسبة الدين إلى حقوق الملكية يؤثّران في ربحية السهم العادي سلبا، وهي علاقة عكسية ويمكن تفسير ذلك بسبب الزيادة في تكاليف التمويل التي تتحملها الشركات نتيجة لزيادة حجم ديونها مما يؤثر سلبا على ربحية السهم العادي.

---

[1] بسام محمد الآغا، مرجع سبق ذكره.

[2] وليد أحمد الصافي، شقيري نوري موسى، **الرافعة المالية و أثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة و درجة المخاطرة**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 21، العراق، 2009.

ثالثا – دراسة إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي (2012)[1] : بعنوان "العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم"

هدفت هذه الدراسة في جانبها النظري للتعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي، ومدى تأثيره على عائد السهم وهيكل رأس المال وصولا إلى الهيكل الأمثل لرأس المال. واعتمدت الدراسة على عدد من الفرضيات لاختبار العلاقة بين الرفع المالي من جهة والمخاطرة النظامية والمخاطرة الكلية وربحية السهم الواحد من جهة أخرى، وطبقت الدراسة على عينة مكونة من (262) شركة من الشركات المساهمة الأردنية المسجلة في سوق عمان للفترة من 2005 – 2009، حيث تم استعمال أسلوب الإنحدار الخطي البسيط والبرنامج الإحصائي SPSS، وذلك من أجل قياس العلاقة بين الرفع المالي من جهة وكل من المخاطرة النظامية مقاسة بمعامل بيتا والمخاطرة الكلية مقاسة بالإنحراف المعياري وربحية السهم الواحد من جهة أخرى، وتوصلت الدراسة إلى عدد من الإستنتاجات أهمها :

- تبين أن حملة الأسهم العادية في الشركات المساهمة يتعرضون إلى المخاطرة بدرجة أكبر إذا كانت الديون تشكل الجزء الأكبر في الهيكل التمويلي؛
- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية لأثر الرفع المالي على المخاطرة النظامية والمخاطرة الكلية، وذلك بناءا على العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة؛
- وجود علاقة قوية موجبة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي وربحية السهم، وهذه العلاقة طردية.

رابعا – دراسة جميل حسن النجار (2013)[2] : بعنوان "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة"

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي، و ذلك وفقا لمقاييس الأداء التقليدية (العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE، العائد على المبيعات ROS، نمو المبيعات و القيمة السوقية للمؤسسة التي تم احتسابها وفقا لنموذج Tobin'sq) و معرفة أي منهم أكثر تأثرا بالرفع المالي، حيث طبقت هذه الدراسة على عينة مكونة من 20 مؤسسة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2004- 2011، حيث تمت الاستعانة بنماذج الانحدار لتحليل البيانات و معامل الارتباط لبيرسون.

توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء التقليدية (ROA، ROE، ROS)، وكذلك أثر سلبي للرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسة حسب نموذج Tobin'sq.

[1] إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، مرجع سبق ذكره.

[2] جميل حسن النجار، **مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين**، مجلة جامعة الأزهر ، المجلد 15، العدد 01، غزة، فلسطين، 2013.

خامسا – دراسة بن دومة سماح (2015)[1] : بعنوان "أثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة"

تهدف الدراسة إلى تقييم العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية ومعرفة نوعية العلاقة المؤثرة على المردودية المالية، وذلك من خلال تطبيق الدراسة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بورقلة، حيث تم أخذ عينة مكونة من 65 مؤسسة خلال الفترة 2010- 2013، اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي والتحليل الإحصائي للبيانات والقوائم المالية لمؤسسات العينة حيث تم استخدام أسلوب الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد والبرنامج الإحصائي SPSS، و2007 Microsoft Exel. وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أنّ هناك علاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية اتجاهها موجب، وكذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والربحية الإجمالية ومعدل دوران الأصول، كما أن علاقة الرفع المالي بالنسبة الهيكلية هي تأكيد على أنّ هذه المؤسسات تعتمد على المديونية في هياكلها التمويلية.

الفرع الثاني : الدراسات الأجنبية

أولا – دراسة Wedig (1989)[2] : بعنوان " تأثير الرافعة المالية على تكلفة رأس المال ومعدل العائد على الاستثمار"

الهدف من هذه الدراسة قياس أثر الرافعة المالية على كل من تكلفة التمويل ومعدل العائد على الاستثمار، وقد أجريت هذه الدراسة على مجموعة مكونة من (91) مستشفى في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تم استخدام أسلوب الإنحدار الخطي المتعدد، وتوصلت الدراسة إلى أن اعتماد المستشفيات الكبيرة ذات النفع العام على التمويل المقترض يخفض تكلفة التمويل بشكل كبير، ويساهم في زيادة معدل العائد على الاستثمار، كما أن الاعتماد على مصادر التمويل الممتلك يقلل من مستوى العائد على الاستثمار المتحقق، ومن ناحية أخرى يزيد من تكلفة التمويل ومستويات الضريبة المفروضة على ذلك العائد.

ثانيا – دراسة Aivazian & Ge (2003)[3] : بعنوان "تأثير الرافعة المالية على قرارات الإستثمار"

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على قرارات الاستثمار، وأجريت على (863) شركة كندية وغطت الفترة من 1982 حتى1999 لهذه الشركات معتمدة سجل الغرفة التجارية الكندي لعام 1999، واستخدمت هذه الدراسة طريقة الإنحدار الخطي المتعدد لمعالجة العلاقة بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الإستثمار. وتجدر الإشارة أن الدراسة اعتمدت على بديلين لقياس الرافعة المالية :

الأول : هو القيمة الدفترية لمجموع الخصوم مقسوماً على القيمة الدفترية لمجموع الأصول؛

أما الثاني : القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل مقسوماً على مجموع الأصول.

وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك تأثيرا سلبيا للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار، وهي أكثر سلبية للشركات ذات فرص النمو المنخفض مقارنة بالشركات ذات فرص النمو العالية.

[1] بن دومة سماح، مرجع سبق ذكره.

[2] Wedig, **The Impact of Financial Leverage On The Cost Of capital &Return Of Investment,** Bankers Magazine, May 1989.

[3] Aivazian & Ge**, The impact of leverage on firm investment,** Canadian evidence**,** Journal Corporate Finance**,** June 2003.

ثالثا – دراسة Mohammad Ali (2014)[1] : بعنوان "العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الرافعة المالية و الأداء المالي، وطبقت هذه الدراسة على عينة مكونة من 20 مؤسسة في قطاع الكيمياء المدرجة في سوق كراتشي (باكستان) للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2013، و لتحليل البيانات المستخرجة من القوائم المالية لعينة الدراسة اعتمد الباحث على البرامج الإحصائية SPSS و Eviews، كما استخدم مصفوفة الارتباط و نموذج Panel Data، و من أهم النتائج المتوصل إليها أن العلاقة إيجابية بين العائد على الأصول، صافي الربح و العائد على رأس المال العامل مع الرافعة المالية، وعلاقة سلبية بين العائد على حقوق الملكية و الرافعة المالية.

المطلب الثاني : موقع الدراسة من الدراسات السابقة

الجدول التالي يمثل أهم الإختلافات والتشابه بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية :

الجدول رقم (1.1) : مقارنة الدراسات السابقة

الدراسة	الهدف	الحدود المكانية والزمنية	المتغيرات المستقلة	المتغيرات التابعة	أدوات التحليل الإحصائي	البرنامج الإحصائي	النتائج
بسام محمد الآغا	تقييم العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل وتأثيرهما على معدل العائد على الاستثمار	15 شركة مساهمة عامة العاملة بفلسطين للفترة 1999-2003	الرافعة المالية، تكلفة التمويل	ROI	مصفوفة الإرتباط والإنحدار الخطي البسيط والمتعدد	SPSS	عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار
وليد أحمد الصافي	قياس أثر الرفع المالي على كل من المخاطرة الكلية و النظامية، وعائد السهم	31 شركة مدرجة في سوق عمان للفترة 1999-2006	الرفع المالي	EPS، المخاطر(النظامية، الكلية)	الانحدار الخطي البسيط والمتعدد	SPSS	وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي وربحية السهم العادي

[1] Mohammad Ali, **Relationship between Financial Leverage and Financial Performance**, Evidence of Listed Chemical Companies of Pakistan, Research Journal of Finance and Accounting ISSN 2222-1697, Vol 5, No 23, 2014.

إلياس خضير الحمدوني	قياس العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم	262 شركة مدرجة في سوق عمان للفترة 2005-2009	الرفع المالي	EPS، المخاطر(النظامية، الكلية)	الإنحدار الخطي البسيط	SPSS	وجود علاقة موجبة بين الرفع المالي وربحية السهم
جميل حسن النجار	هدفت إلى اختبار العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي	20 شركة مدرجة في سوق فلسطين للفترة 2004-2011	الرفع المالي	ROE, ROA ROS	معامل الارتباط لبيرسون، نماذج الإنحدار الخطي المتعدد	غير مشار إليه	وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي ومقاييس الأداء التقليدية.
بن دومة سماح	تقييم العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية	65 مؤسسة صغيرة ومتوسطة (ورقلة) للفترة 2010-2013	الرفع المالي	المردودية المالية	الإنحدار الخطي البسيط	SPSS	وجود علاقة موجبة بين الرفع المالي والمردودية المالية
Wedig	قياس أثر الرافعة على كل من تكلفة التمويل ومعدل العائد على الاستثمار	91 مستشفى في الولايات المتحدة الأمريكية 1989	الرفع المالي	تكلفة التمويل، ROI	الإنحدار الخطي المتعدد	غير مشار إليه	الإعتماد على التمويل المقترض يساهم في زيادة معدل العائد على الإستثمار
Aivazian & Ge	قياس أثر الرافعة المالية على قرارات الاستثمار	863 شركة كندية للفترة 1982-1999	الرفع المالي	ROI	الإنحدار الخطي المتعدد	SPSS	هناك تأثير سلبي للرافعة المالية على ROI
Mohammad Ali	هدفت إلى اختبار العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي	20 مؤسسة مدرجة في سوق كراتشي 2006-2013	الرفع المالي	ROA, ROE	مصفوفة الإرتباط، نموذج Panal data	SPSS et Eviews	وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي و ROE

المصدر : من إعداد الطالب بالإعتماد على الدراسات السابقة

من خلال الدراسات السابقة المتاحة والتي تم عرضها أعلاه، أغلب الدراسات تشير إلى أن هناك اختلاف في آراء الباحثين حول علاقة الرفع المالي بالعائد على الإستثمار وكذا بتكلفة التمويل وقيمة المؤسسة، بالإضافة إلى الربحية والمخاطرة للمؤسسات

الإقتصادية، وهذا على غرار دراسات كل من (**بسام محمد الآغا، Aivazian & Ge، Wedig**) التي ارتكزت على تقييم العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل وتأثيرهما على معدل العائد على الإستثمار، بينما دراسة كل من (**إلياس خضير الحمدوني، وليد أحمد الصافي**) هدفت إلى إبراز علاقة الرفع المالي ومدى تأثيره على عوائد الأسهم والمخاطرة بنوعيها (النظامية والكلية)، أما دراسة كل من (**بن دومة سماح، جميل حسن النجار، Mohammad Ali**) فقد عالجت العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي. كما إشتركت معظم الدراسات بما فيها الدراسة الحالية في أدوات وأساليب معالجة الموضوع، حيث إعتمدت على المنهج الوصفي والتحليل الإحصائي للبيانات والقوائم المالية لمؤسسات العينات، وذلك لإختبار العلاقة بين المتغيرات.

أما الدراسة الحالية، تهدف إلى إيجاد العلاقة الإحصائية بين نسبة الرفع المالي مقاسا بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة على خلاف الدراسات التي أجريت على احتساب درجة الرفع المالي، والمردودية المالية (Rnet/Cp)، وتمت الدراسة التطبيقية على عينة من المؤسسات البترولية الوطنية الجزائرية بمنطقة حاسي مسعود (ورقلة) مكونة من خمس شركات للفترة الممتدة مابين (2009-2014)، أما عن الأساليب المستعملة في الدراسة فتكمن في استخدام نماذج البيانات الطولية (Panal data) وذلك بالإعتماد على برنامج Eviews7.

خلاصة الفصل :

تناولنا في هذا الفصل الأدبيات النظرية و التطبيقية، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى المردودية المالية وتعريفها، مركباتها وكيفية قياسها، كما تناولنا أيضا الرفع المالي وأثره أو علاقته بالمردودية المالية.

ومن هنا يمكن تلخيص أهم النتائج التي تم التوصل إليها فيما يلي :

- ✓ تتعدّد استخدامات المردودية من كونها أداة لقياس الفعالية الإقتصادية للنشاط إلى كونها معيارا لإتخاذ بعض القرارات الهامة، إلى كونها وسيلة في يد متخذ القرار المالي تستخدم في قياس أثر الإستدانة والإقراض على المردودية؛
- ✓ تنقسم المردودية في هذا الصدد إلى نوعين : مردودية إقتصادية تقيس مردودية العمليات الأساسية بحساب نسبة نتيجة الإستغلال بعد الضريبة إلى الأصول الإقتصادية، والمردودية المالية والتي تحمل صبغة كلية إذ تقيس المردودية الإجمالية بنسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة؛
- ✓ كما تطرقنا إلى الرافعة المالية و نسب قياسها، إذ تعتبر مهمة البحث عن مصادر التمويل من القرارات الصعبة التي تواجهها المؤسسة الأمر الذي يجعلها في بعض الأحيان تتخلى عن مبدأ الاستقلالية المالية و توسيع نطاق الاستدانة لتحسين مردوديتها؛
- ✓ كما أن هناك آليات محدّدة للمردودية المالية وهي المردودية الإقتصادية، لذا على المؤسسة التحكم في هذه الأخيرة، وإذا كان معدّل المردودية الإقتصادية أكبر من تكلفة الديون يكون أثر الرافعة موجب، لكن يجب أن لاننساق مع هذا الحلم الذي تقدّمه لنا أثر الرافعة المالية وهو بإمكاننا أن نربح المزيد من الأموال بفعل الإستدانة، لأن أثر الرافعة يمكن ان يؤثّر بإتجاهين متعاكسين، فإذا كان بإمكانها أن ترفع من مردودية الأموال الخاصة بالمقارنة بالمردودية الإقتصادية، فإنه يمكن أن يكون لها أثر عكسي في بعض الأحيان وتخفض من مردودية الأموال الخاصة بالمقارنة [ii] بالمردودية الإقتصادية.

أما فيما يخص المبحث الثاني فتناولنا فيه مجموعة من الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية التي لها علاقة بموضوع دراستنا، وذلك من خلال إستعراض أهم الجوانب الأساسية لهذه الدراسات و المتمثلة في الهدف من الدراسة، العينة المستخدمة و طريقة المعالجة وكذا ذكر أهم النتائج المتوصل إليها، وفي الأخير قمنا بمقارنة هذه الدراسات بدراستنا الحالية.

الفصل الثاني :

دراسة تطبيقية لأثر الرفع المالي على المردودية المالية لعينة من الشركات البترولية الوطنية

تمهيد :

بعد التطرق في الفصل السابق للأدبيات النظرية وكذا العديد من الأدبيات التطبيقية – الدراسات الميدانية و التطبيقية – و التي لها صلة بموضوع بحثنا بصفة مباشرة وغير مباشرة، سنحاول في هذا الفصل و المتمثل في الدراسة التطبيقية اختبار مدى تطابق الجانب النظري مع الجانب التطبيقي والمقارنة بين نتائج دراستنا مع نتائج الدراسات السابقة، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين المتغير المستقل (الرفع المالي) والمتغيرات التابعة (المردودية المالية، ومركباتها)، وذلك من خلال تبني مجموعة من المؤسسات البترولية الوطنية العاملة بمنطقة حاسي مسعود (ورقلة).

وبغية تحقيق ذلك واختبار مدى صحة فرضيات الدراسة سنقوم بتقسيم فصل الدراسة التطبيقية إلى مبحثين، أولهما يتعلق بالطريقة والأدوات وهذا من خلال تحديد مجتمع وعينة الدراسة ثم التطرق إلى كيفية جمع البيانات وترجمتها في شكل جداول وأشكال مبرزا معالم الدراسة وذلك من خلال تحديد متغيراتها، أما المبحث الثاني سنعرض فيه النتائج المتوصل إليها ومناقشتها بالإعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews7 لتحديد نوع العلاقة بالإضافة إلى برنامج Exel الذي تم به حساب بعض النسب المالية.

- **المبحث الأول** : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
- **المبحث الثاني** : نتائج الدراسة ومناقشتها

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

باعتبار المنهج أو الطريقة أداة عمل تطبيق، تخطيط، تسيير، فإن لكل ظاهرة منهج يرتبط بها بقصد وصفها وتفسيرها للوصول إلى أسباب هذه الظاهرة والعوامل التي تتحكم فيها، واستخلاص النتائج لتعميمها، أما الأدوات المستخدمة فهي تلك المتعلقة بجمع المعلومات من أجل الإستعانة بها في التحليل ومن ثم الوصول لإثبات صحة الفرضيات أو نفيها.

المطلب الأول : المنهج، مجتمع وعينة الدراسة

من خلال هذا المطلب سوف يتم التطرق إلى منهجية الدراسة والنموذج المستخدم، بالإضافة إلى مجتمع الدراسة وكيفية إختيار عينة هذه الدراسة.

الفرع الأول : منهجية الدراسة والنموذج المستخدم

من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وبغرض تحقيق الهدف بخطوات منهجية صحيحة مع الإجابة على فرضيات الدراسة تم الإعتماد على المنهج الوصفي وأسلوب دراسة الحالة، كما تم استخدام أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Method من خلال استخدام ثلاثة نماذج هي : نموذج الإنحدار المجمع Pooled Regression Model (PRM) ونموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model (FEM)، ونموذج الآثار العشوائية Random Effects Model (REM).

وحتى يمكن الإختيار بين أي من هذه النماذج ينبغي اختياره واستخدامه في التحليل سوف يتم تطبيق اختبارين : أولهما يسمى اختبار مضاعف لاجرانج المقترح (LM) من جانب Breuch and Pagan (1980) من أجل الإختيار بين PRM و FEM أو REM، وثانيهما يسمى اختبار H المقترح من جانب Hausman (1978) ويستخدم من أجل الإختيار بين FEM و REM، وذلك بإستخدام البرنامج الإحصائي Eviews7.

لقد اكتسبت نماذج البيانات الطولية[1] والتي تدعى أيضا بنماذج البانل في العقد الحالي اهتماما بالغا وخصوصا في الدراسات الاقتصادية والطبية، لأنها تأخذ في الاعتبار أثر التغير في الزمن وكذلك أثر التغير في المشاهدات المقطعية.

تعرف البيانات الطولية على أنها مشاهدات مقطعية مقاسة في فترات زمنية معينة. حيث تشمل المشاهدات المقطعية الدول، المحافظات، المؤسسات، .....الخ.

حيث أن الفائدة الرئيسية من استخدام البيانات الطولية هي زيادة الدقة في التنبؤ من خلال زيادة عدد المشاهدات عن طريق ربط عدد المشاهدات المقطعية بعدد الفترات الزمنية.

[1] زكريا يحيى الجمال، **اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية**، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية (21) 2012، ص ص 268-272.

أولا – نموذج الانحدار التجميعي (PRM) :

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات β_j و β_o ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل أي تأثير للزمن).

تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معلمات النموذج في المعادلة.

ثانيا – نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) :

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدى من خلال جعل معلمة القطع βo تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل βj ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع).

ثالثا – نموذج التأثيرات العشوائية (REM) :

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ **εit** ذا توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر، ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض بأن تباين الخطأ ثابت(متجانس)لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة. يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجا ملائما في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه في نموذج التأثيرات الثابتة. حيث أنه في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع βo كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ.

الفرع الثاني : مجتمع وعينة الدراسة

سنعرض في هذا الجزء مجتمع الدراسة المتكون من المؤسسات البترولية الوطنية العاملة بمنطقة حاسي مسعود (ورقلة) للفترة 2009 إلى 2014، ثم عرض العينة التي تم اختيارها من هذا المجتمع.

أولا : مجتمع الدراسة

لقد تم اختيار قطاع المحروقات لتطبيق الدراسة نظرا لخصوصية هذا القطاع من الجانب المالي، و يكتسي قطاع المحروقات أهمية كبيرة كونه قطاعا استراتيجيا يعتمد عليه الاقتصاد الوطني، ولإرتكاز نشاطه على التمويل المستمر، فهو بمثابة المورد الأساسي للمشاريع التنموية في الجزائر، لذلك أولت الجزائر اهتماما خاصا لهذا القطاع، بحيث تجسد ذلك من خلال إنشائها للشركة الوطنية

لنقل وتسويق المحروقات (SONATRACH) التي تقوم بنشاطات التنقيب، الإنتاج، التكرير، النقل وتسويق النفط والمنتجات النفطية.

يتمثل المجال المكاني الذي تم اختياره للدراسة التطبيقية في دائرة حاسي مسعود بولاية ورقلة، باعتبارها من أكبر الأقطاب الصناعية في الجزائر حيث اكتشف بها الغاز والبترول في العهد الإستعماري، وبعد الإستقلال أولتها الدولة الإهتمام الأكبر، وهي تقع على بعد 850 كلم جنوب شرق الجزائر العاصمة و80 كلم جنوب شرق ولاية ورقلة وهي أكبر بلديات الولاية، يحدها شمال دائرة الرويسات، من الجنوب الشرقي بلدية برج عمر إدريس، ومن الجنوب الغربي دائرة عين صالح، ومن الشرق بلدية البرمة.

لقد تم إخضاع هذا المجتمع إلى شرط أساسي وضروري لتمثيل العينة بشكل جيد :

☜ أن تكون مؤسسات العينة معتمدة في هيكلها المالي على الإستدانة وبالأخص الديون المالية.

ثانيا : عينة الدراسة

يشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات الوطنية البترولية خلال فترة الدراسة الممتدة من 2009 إلى 2014، والتي بلغ عددها ثماني شركات، أما عينة الدراسة فقد تكونت من خمس مؤسسات وهم كل من ENAFOR،ENTP، GTP ENAGEO، GCB، بعد استبعاد ثلاث مؤسسات وذلك لعدم توفرها على الشرط الأساسي المذكور سابقا.

المطلب الثاني : متغيرات الدراسة، مصادر البيانات وطريقة معالجتها

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى تحديد متغيرات الدراسة، طرق جمع المعلومات وكيفية معالجتها.

الفرع الأول : متغيرات الدراسة

وتتمثل في المتغير التابع الرئيسي والمتغير المستقل :

- **المتغير التابع الرئيسي :**

المردودية المالية، هي متغير كمي يتطلب لقياسها معلومات ذات طبيعة مالية ومحاسبية، متمثلة في مخرجات القوائم المالية وهذا بغرض دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسات البترولية الوطنية.

بالإضافة إلى متغيرات تابعة فرعية لتدعيم الدراسة أكثر، والمتمثلة في مركبات المردودية المالية.

- **المتغير المستقل :**

الرفع المالي الذي يدرس أثر لجوء المؤسسة إلى الإستدانة، الذي تم قياسه بالنسبة الديون المالية على إجمالي الأموال الخاصة.

الفرع الثاني : جمع البيانات ومعطيات الدراسة

بغرض الوصول إلى الأهداف المسطرة للدراسة واختبار الفرضيات تم جمع المعطيات اللازمة والمتمثلة في :

- **البيانات الأساسية** : تتمثل في المعطيات والبيانات والقوائم المالية من ميزانيات وجداول حسابات النتائج للمؤسسات البترولية الوطنية خلال فترة الدراسة؛
- **البيانات الثانوية** : وتتمثل في الكتب والمجلات بالإضافة إلى الدراسات والمقالات السابقة ذات الصلة بالموضوع.

الفرع الثالث : مراحل الدراسة

بغرض الوصول إلى نتائج الدراسة، سوف نتبع المراحل التالية :

- حساب المردودية المالية ومركباتها للعينة خلال فترة الدراسة المحددة؛
- حساب نسبة الرفع المالي لكل مؤسسة من مؤسسات عينة الدراسة من خلال نسبة الديون المالية على مجموع الأموال الخاصة لكل سنة من سنوات الدراسة؛
- بعد إختيار النموذج الأنسب للدراسة من بين النماذج الثلاثة لنموذج البيانات الطولية (Panel data)، نقوم بإختبار الدلالة الإحصائية لأثر الرفع المالي على المردودية المالية ومركباتها من خلال مجموعة من الإختبارات التالية :
  - اختبار (Prob F-statistic) : لمعرفة المعنوية الإحصائية للنموذج ككل؛
  - معامل التحديد (R^2) : لمعرفة القوة التفسيرية للرفع المالي على المردودية المالية ومحدداتها؛
  - اختبار (Prob –t) : لمعرفة المعنوية الإحصائية (الدلالة الإحصائية) للمتغير المستقل على المتغير التابع؛
  - اختبار داربن واتسون (DW) : لمعرفة وجود من عدم وجود مشكل الإرتباط الذاتي للأخطاء بين حدود الخطأ.

ومن أجل حساب وتقدير ماسبق تم الإستعانة بالبرامج التالية : برنامج المجدول الإلكتروني Microsoft Exel 2007 وبرنامج Eviews 7، ولتحليل النتائج سوف نعتمد على طريقتين :

- طريقة التحليل المالي (التقليدية)؛
- طريقة التحليل الإحصائي.

❖ سوف يتم اعتماد الترميز التالي للمتغيرات من أجل تسهيل عملية الدراسة الموضح في الجدول الآتي :

الجدول رقم (1.2) : المتغيرات المعتمدة في الدراسة

الرمز	النسبة	كيفية الحساب
X	الرفع المالي	الديون المالية / الأموال الخاصة
Y	المردودية المالية	النتيجة الصافية / الأموال الخاصة
Y1	الربحية الإجمالية	النتيجة الصافية / رقم الأعمال
Y2	معدل دوران الأصول	رقم الأعمال / إجمالي الأصول
Y3	النسبة الهيكلية	إجمالي الأصول / الأموال الخاصة

المصدر : من إعداد الطالب بناءا على مراجع الدراسة

إذن من خلال فرضيات الدراسة المذكورة سابقا نعمل على :

الفرضية الرئيسية : وتتمثل في دراسة العلاقة بين الرفع المالي (X) والمردودية المالية (Y)، أما عن الفرضيات الفرعية فهي تتمثل في :

- العلاقة بين الرفع المالي (X) ونسبة الربحية الإجمالية (Y1)؛
- العلاقة بين الرفع المالي (X) ونسبة دوران الأصول (Y2)؛
- العلاقة بين الرفع المالي (X) والنسبة الهيكلية (Y3).

المبحث الثاني : نتائج الدراسة ومناقشتها

من خلال هذا المبحث سنقوم بعرض نتائج الدراسة التطبيقية وذلك في المطلب الأول، ليليه التفسير ومناقشة النتائج في المطلب الثاني والذي يتم من خلاله مناقشة الفرضيات والخروج بنتائج الدراسة.

المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة التطبيقية

ضمن هذا المطلب سنقوم بعرض جميع النتائج المتحصل عليها من الرسومات البيانية، معاملات الإرتباط ومعاملات دوال الإنحدار، كما أنه سوف يقدم قراءة لهذه النتائج.

الفرع الأول : عرض نتائج نسب المردودية ومركباتها ونسبة الرافعة المالية

تعرف المردودية بأنها قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال نشاطاتها المختلفة، وهي نوعان تم ذكرهما في الجانب النظري، المردودية المالية والمردودية الإقتصادية.

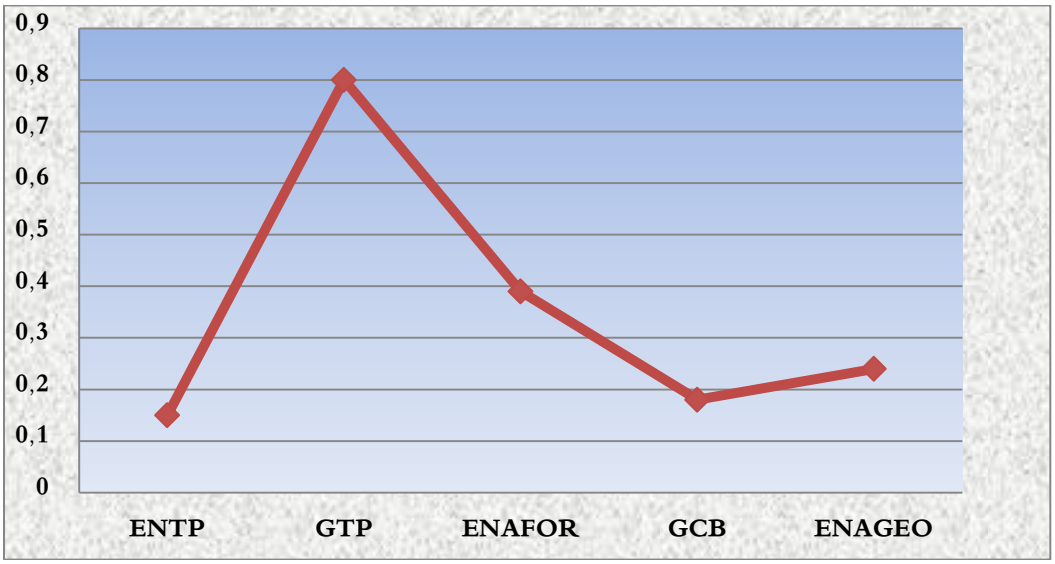
الجدول رقم (2.2) : الوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة للمؤسسات خلال الفترة (2009-2014)

المؤسسات	الرفع المالي	المردودية المالية	المردودية الإقتصادية	الربحية الإجمالية	معدل دوران الأصول	النسبة الهيكلية
ENTP	0.15	0.12	0.08	0.14	0.56	0.63
GTP	0.80	0.02	0.02	0.01	0.70	0.32
ENAFOR	0.39	0.07	0.06	0.09	0.51	0.60
GCB	0.18	0.10	0.07	0.17	0.47	0.79
ENAGEO	0.24	0.06	0.05	0.10	0.43	0.80

المصدر : من إعداد الطالب بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة

يبين هذا الجدول أعلاه الوسط الحسابي لمؤشرات الأداء المالي ونسبة الرافعة المالية خلال الفترة من سنة 2009 إلى 2014 وهذا بهدف بيان مستوى أداء كل مؤسسة من المؤسسات محل الدراسة ومن ثم الحكم على المستوى العام للمؤسسات البترولية التابعة لولاية ورقلة من خلال استقراء المؤشرات المستعملة ومقارنتها "بالنسب المعيارية".[1]

الشكل رقم (1.2) : الوسط الحسابي لنسبة الرافعة المالية للمؤسسات البترولية خلال فترة الدراسة



المصدر : من إعداد الطالب إعتمادا على الجدول رقم (2.2)

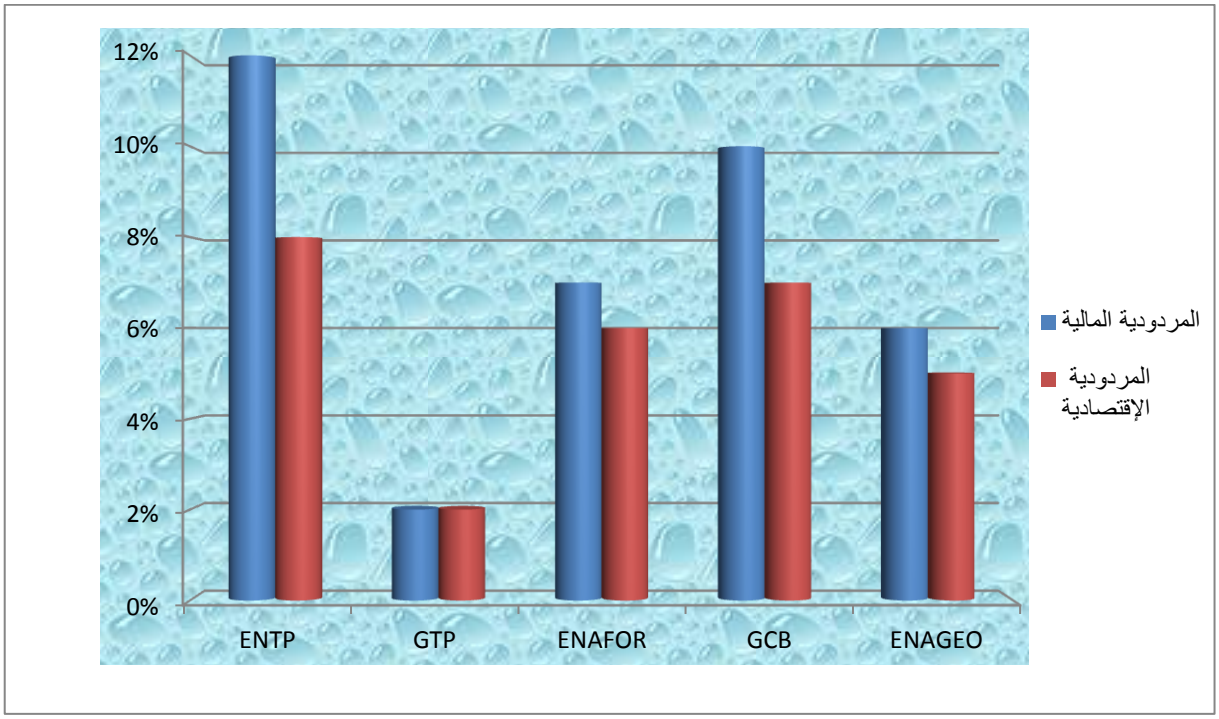
- من خلال الجدول رقم (2 2) والشكل رقم (2-1) نلاحظ أن متوسط نسبة الرافعة المالية لمؤسسات ENTP، GCB ENAGEO منخفضة عن المؤسستين ENAFOR وGTP، إلاّ أن النسب في المؤسسات الخمس معقولة إذا ماقارناها بالمعيار

[1] النسب المعيارية : هي نسب تستخدمها الإدارة المالية المتقدمة لتثبيت مختلف النسب المالية عند أحسن معدل يجب على المؤسسة الإقتصادية تحقيقه حسب القطاع الذي تنشط به، للمزيد أنظر كتاب الإدارة المالية المتقدمة، حمزة محمود الزبيدي، الطبعة الثانية، 2008.

الصناعي 42% ، وهذا مايجنب المؤسسات من زيادة المخاطر المالية، بإستثناء مؤسسة GTP حيث متوسط نسبة الرافعة المالية كان مرتفع جدا مقارنة بالمعيار الصناعي وهذا مايعرض المؤسسة إلى زيادة المخاطر المالية وعدم القدرة على تسديد ماعليها من ديون.

أما إقتصاديا فتشير نسبة التمويل بالديون إلى أن كل 1 دينار من تمويل الأصول في المؤسسات البترولية هناك 0.15 دج 0.8 دج، 0.39 دج، 0.18 دج، 0.24 دج، على التوالي في مؤسسة ENTP، GTP، ENAFOR، GCB ENAGEO تمويل من الديون.

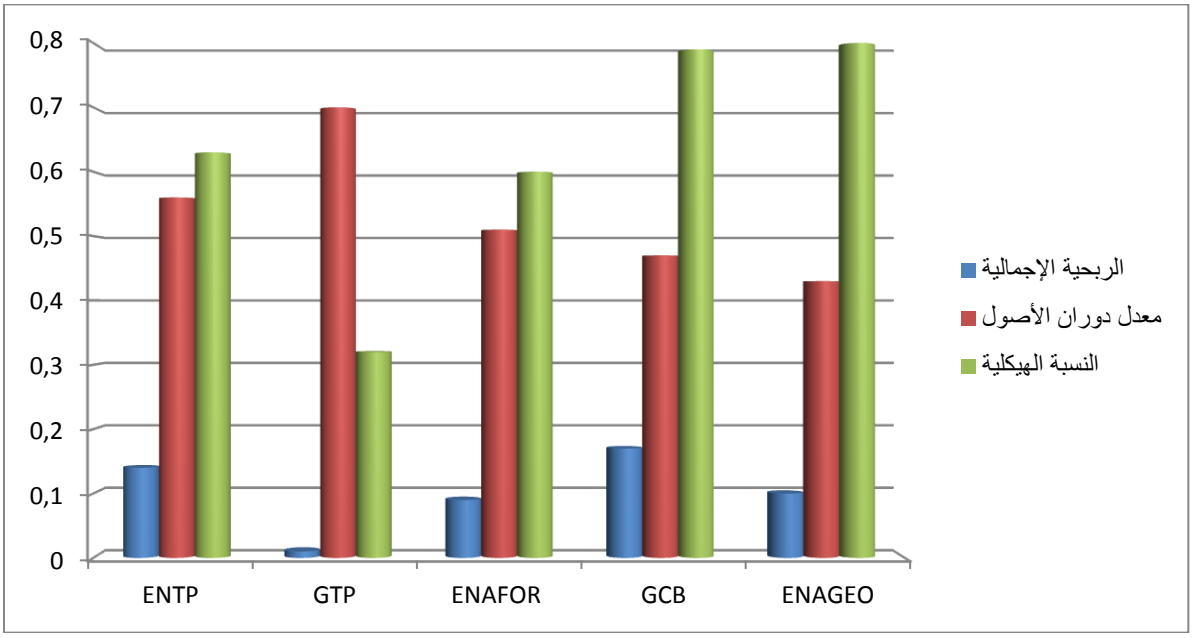
الشكل (2.2) : تطور نسب المردودية خلال فترة الدراسة



المصدر : من إعداد الطالب إعتمادا على الجدول رقم (2.2)

- من خلال الجدول (2 2) والشكل رقم (2-2) نلاحظ أن متوسط المردودية المالية متقارب بالنسبة للمؤسسات الخمس وضعيف في نفس الوقت إذ لم يتجاوز نسبة 12%، في حين أن المعيار الصناعي للمقارنة 25%. كما نلاحظ أيضا أن متوسط المردودية الإقتصادية للمؤسسات البترولية الوطنية حقق نسبا وصلت إلى 8% إلا أنها تبقى نسب غير كافية إذا ماقورنت بالنسبة المرجعية 22%.

الشكل (3.2) : تطور مركبات المردودية المالية خلال فترة الدراسة



المصدر : من إعداد الطالب إعتمادا على الجدول رقم (2.2)

- من خلال الجدول (2-2) والشكل رقم (2-3) نلاحظ أن متوسط الربحية الإجمالية حقق نسبا مقبولة إلى حد ما في المؤسسات محل الدراسة خاصة مؤسسة ENTP وGCB حيث حققتا على التوالي نسبة 14% و17% وهذا إذا ما تم مقارنتهما بالمعيار الصناعي 18.5%، وهذا يدل على كفاءة هاتين المؤسستين في استخدام أموالهما من أجل تحقيق الأرباح، في حين حققت باقي المؤسسات GTP، ENAFOR، ENAGEO نسبا ضعيفة قدرت بـ 1%، 9%، 10% على التوالي.
- من خلال الجدول (2-2) والشكل رقم (2-3) نلاحظ أن معدل دوران الأصول والذي يوضح إنتاجية الأصول خلال الفترة أو عدد المرات التي تتحول فيها الأصول إلى مبيعات، ويقيس مدى كفاءة الإدارة في توليد المبيعات من الأصول، نجد أنه حقق معدلات جيدة في المؤسسات محل الدراسة، وتوحي هذه النسب عموما على أن هذه المؤسسات ذات فعالية في استخدام الموارد المتاحة وبالتالي عليها المحافظة على إنتاجية أصولها. أما عن النسبة الهيكلية فهي نسبة تصف الوضعية المالية للمؤسسة في وقت معين، حيث نلاحظ من خلال الشكل في الأعلى أن النسبة الهيكلية مرتفعة عموما في أغلب المؤسسات البترولية، وهذا مايدل على إعتماد هذه المؤسسات على الإستدانة في تمويلها.

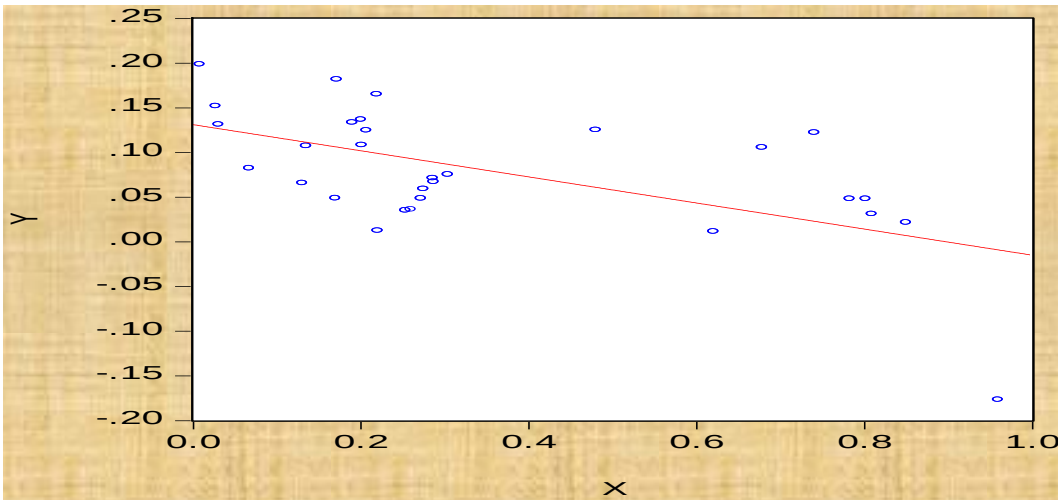
الفرع الثاني : عرض نتائج دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية :

نحاول تحت هذا العنوان عرض نتائج الدراسة الإحصائية لأثر الرفع المالي على المردودية المالية ومركباتها، كما يلي :

أولا : نتائج التمثيل النقطي للمتغيرات

يساعدنا التمثيل النقطي على صياغة العلاقة الخطية وذلك من خلال ملاحظة شكل انتشار النقاط، فإذا كان هذا الإنتشار على شكل معادلة خط مستقيم تكون العلاقة خطية، وإذا كان الانتشار على شكل قطع مكافئ تكون العلاقة غير خطية، ويمكن تمثيل ذلك كما يلي :

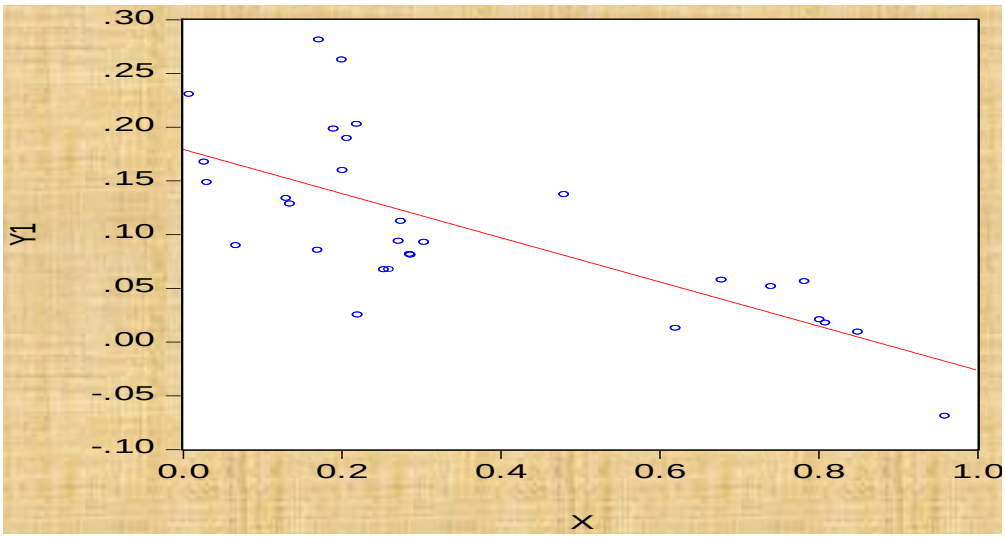
الشكل رقم (4.2) : تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي والمردودية المالية



المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا أن هناك علاقة خطية عكسية بين الرفع المالي (X) والمردودية المالية (Y) للمؤسسات محل الدراسة.

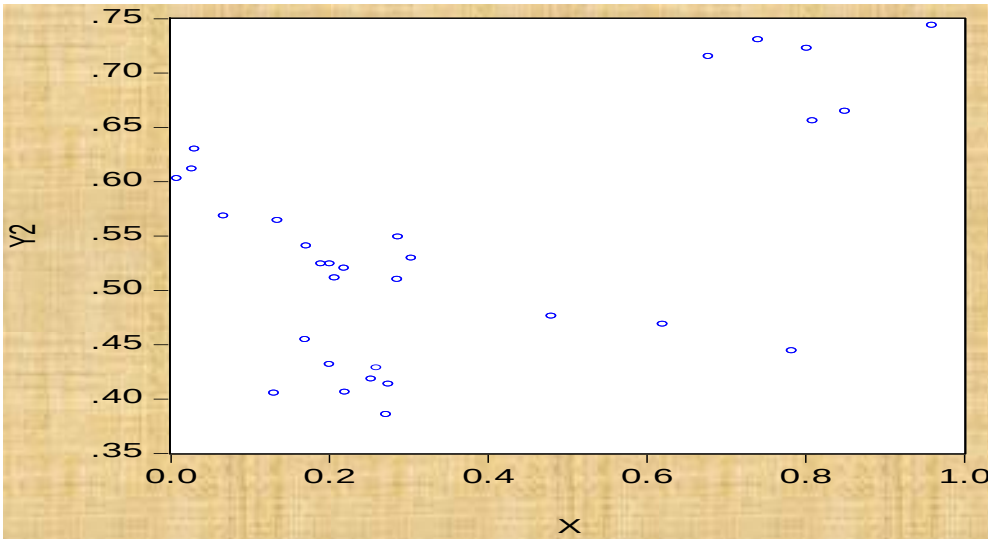
الشكل رقم (5.2) : تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي والربحية الإجمالية



المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

يتبين من خلال الشكل (2- 5)، الذي يظهر العلاقة بين الرفع المالي (X) والربحية الإجمالية (Y1) أنها علاقة خطية عكسية.

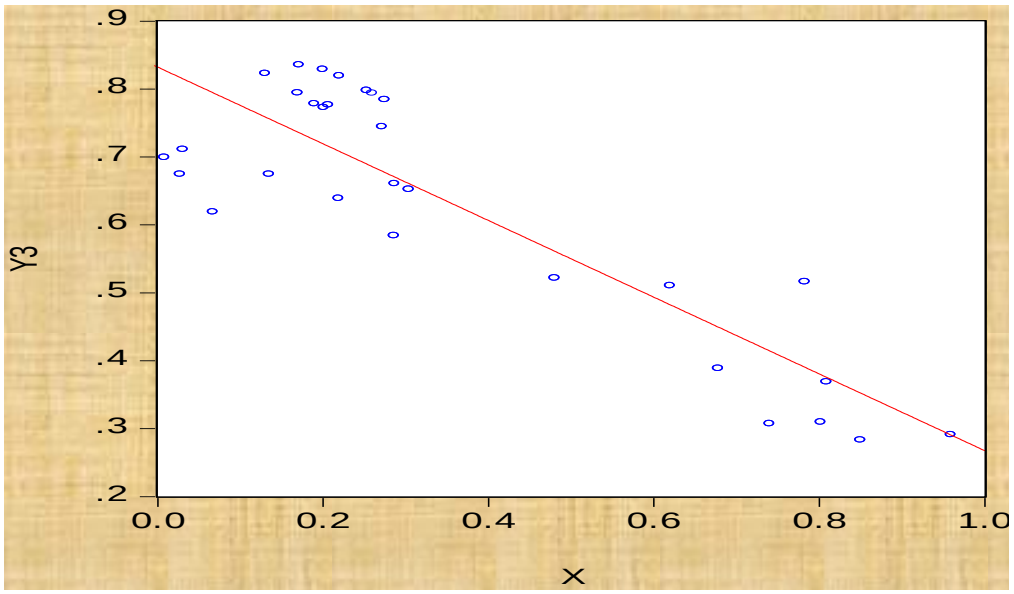
الشكل رقم (6.2) : تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول



المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

من خلال الشكل السابق لا يمكن تمييز العلاقة بين المتغيرين وطبيعتها، بسبب بُعد انتشار النقاط على بعضها البعض لذلك سوف يتم الكشف عن هذه العلاقة باستعمال نموذج بانل.

الشكل رقم (7.2) : تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية



المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eviews)

بقراءة هذا الشكل أعلاه يتضح لنا أن هناك علاقة خطية عكسية بين الرفع المالي (X) والنسبة الهيكلية (Y3) للمؤسسات محل الدراسة.

ثانيا : نتائج تقدير نماذج الدراسة

لتحقيق هذا الهدف المتمثل في تقدير النموذج وبالتالي التوصل إلى النتائج التي من خلالها يتم تفسير طبيعة العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية ومركباتها، فقد تم استخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية (Panel Data) من خلال تطبيق ثلاثة نماذج وهي :نموذج الانحدار التجميعي، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية.

❖ **صياغة العلاقة بين نسبة الرفع المالي ونسبة المردودية المالية :**

وبعد إدخال البيانات إلى البرنامج الإحصائي Eviews 7 تحصلنا على نتائج الجدول التالي :

الجدول رقم (3.2) : معلمات نموذج العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع : يمثل نسبة المردودية المالية (Y)			
الفترة : 2009-2014 T= 6 N=5 مجموع مشاهدات البانل: 6x5= 30 مشاهدة			
المتغيرات التفسيرية	نموذج الانحدار التجميعي PRM	نموذج التأثيرات الثابتة FEM	نموذج التأثيرات العشوائية REM
Constante (B0)	0.131 (0.0000)*	0.154 (0.0000)*	0.131 (0.0000)*
الرفع المالي (X) (B1)	-0.146 (0.0007)*	-0.211 (0.0124)*	-0.146 (0.0007)*
R- squared	0.342	0.426	0.342
Prob (F- statistic)	0.000682	0.014934	0.000682
Durbin-Watson stat	1.522257	1.696723	1.522257

* تمثل القيم التي بين قوسين المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة عند مستوى 5%.

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (03)

☜ **المفاضلة بين النماذج الثلاثة واختيار النموذج الملائم للعلاقة :**

لتحديد النموذج الملائم من بين هذه النماذج الثلاثة لدراسة هذه العلاقة سوف نعتمد على اختبارين : أولهما يسمى اختبار مضاعف لاجرانج المقترح (LM) من جانب Breuch and Pagan (1980) من أجل الاختيار بين PRM وFEM أو REM، وثانيهما يسمى اختبار H المقترح من جانب Hausman (1978) ويستخدم من أجل الاختيار بين FEM وREM.

بحيث تمثل :

{H0 : PRM هو النموذج الملائم

هو النموذج الملائم REM أو FEM : H1}

والجدول التالي يبين النتائج المتحصل عليها من خلال إختبار (LM) واختبار (H)، وذلك بالاعتماد على برنامج Eviews 7 :

الجدول رقم (4.2) : نتائج اختبار (LM) وHausman بين الرفع المالي و والمردودية المالية

الاختبار	P–Value
Breuch and Pagan	0.5032 (*)
Hausman	0.3382 (*)

(*) معنوية الاختبار عند 5%. **المصدر** : من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (03)

بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (2–4) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) لإختبار **Breuch and Pagan** أكبر من 5% ومنه نقبل فرضية العدم H0 القائلة بأن نموذج الانحدار التجميعي PRM هو الملائم والأفضل لدراسة العلاقة بين الرفع المالي ونسبة المردودية المالية، ونرفض الفرضية البديلة H1.

❖ **صياغة العلاقة بين نسبة الرفع المالي ونسبة الربحية الإجمالية :**

الجدول رقم (5.2) : معلمات نموذج العلاقة بين الرفع المالي والربحية الإجمالية باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع : يمثل نسبة الربحية الإجمالية (Y1)			
الفترة : 2009–2014 T= 6 N=5 مجموع مشاهدات البانل: 5x6= 30 مشاهدة			
المتغيرات التفسيرية	نموذج الانحدار التجميعي PRM	نموذج التأثيرات الثابتة FEM	نموذج التأثيرات العشوائية REM
Constante (B0)	0.179 (0.0000)*	0.175 (0.0000)*	0.179 (0.0000)*
الرفع المالي (X) (B1)	−0.205 (0.0000)*	−0.194 (0.0124)*	−0.205 (0.0000)*
R- squared	0.512	0.557	0.512
Prob (F- statistic)	0.000009	0.000923	0.000009
Durbin-Watson stat	1.301	1.429	1.301

* تمثل القيم التي بين قوسين المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة عند مستوى 5%.

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (04)

☜ **المفاضلة بين النماذج الثلاثة واختيار النموذج الملائم للعلاقة :**

بحيث تمثل :

{H0 : PRM هو النموذج الملائم

{H1 : FEM أو REM هو النموذج الملائم

والجدول التالي يبين النتائج المتحصل عليها من خلال إختبار (LM) واختبار (H) :

الجدول رقم (6.2) : نتائج اختبار (LM) وHausman بين الرفع المالي والربحية الإجمالية

الاختبار	P–Value
Breuch and Pagan	**0.4358 (*)**
Hausman	**0.8676 (*)**

(*) معنوية الاختبار عند 5%. **المصدر** : من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (04)

بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (2–6) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) لإختبار **Breuch and Pagan** أكبر من 5% ومنه نقبل فرضية العدم H0 القائلة بأن نموذج الانحدار التجميعي PRM هو الملائم والأفضل لدراسة العلاقة بين الرفع المالي ونسبة الربحية الإجمالية، ونرفض الفرضية البديلة H1.

❖ **صياغة العلاقة بين نسبة الرفع المالي ومعدل دوران الأصول :**

الجدول رقم (7.2) : معلمات نموذج العلاقة بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع : يمثل معدل دوران الأصول (Y2)			
الفترة : 2009–2014 T= 6 N=5 مجموع مشاهدات البانل: 6x5= 30 مشاهدة			
المتغيرات التفسيرية	**نموذج الانحدار التجميعي PRM**	**نموذج التأثيرات الثابتة FEM**	**نموذج التأثيرات العشوائية REM**
Constante (B0)	**0.471 (0.0000)***	**0.611 (0.0000)***	**0.584 (0.0000)***
الرفع المالي (X) (B1)	**0.188 (0.0052)***	**−0.205 (0.0010)***	**−0.130 (0.0163)***
R- squared	**0.246**	**0.876**	**0.140**
Prob (F- statistic)	**0.005227**	**0.000000**	**0.041243**
Durbin-Watson stat	**0.460**	**1.798**	**1.065**

* تمثل القيم التي بين قوسين المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة عند مستوى 5%.

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (05)

☜ **المفاضلة بين النماذج الثلاثة واختيار النموذج الملائم للعلاقة :**

بحيث تمثل :

{H0 : PRM هو النموذج الملائم

{H1 : FEM أو REM هو النموذج الملائم

والجدول التالي يبين النتائج المتحصل عليها من خلال إختبار (LM) واختبار (H) :

الجدول رقم (8.2) : نتائج اختبار (LM) وHausman بين الرفع المالي و ومعدل دوران الأصول

الاختبار	P-Value
Breuch and Pagan	**0.0009 (*)**
Hausman	**0.0003 (*)**

(*) معنوية الاختبار عند 5%. **المصدر** : من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (05)

بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (2-8) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) لإختبار **Breuch and Pagan** أقل من 5% ومنه نرفض فرضية العدم H0 القائلة بأن نموذج الانحدار التجميعي PRM هو الملائم، ونقبل الفرضية البديلة H1.

واستنادا على المراحل السابقة وبعد الأخذ بالتأثيرات الفردية في النموذج لابد من فحص طبيعة هذا الأثر، بحيث تتلخص المرحلة الأولى في التحليل بالتعرف على نوع التأثيرات المستخدمة للمعلمة B0 فيما إذا كانت تتبع أثر عشوائي (نموذج مركبات الخطأ) أو تحديدي (نموذج التأثيرات الثابتة)، وبالتالي فإن :

- نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects : والذي يعتبر B0 مجموعة من الحدود الثابتة الخاصة بكل وحدة.
- نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects **:** والذي يعتبر B0 ضمن عنصر الخطأ العشوائي المركب.

فبالرغم من أن نصوص التحليل القياسي تشير إلى أن التأثيرات الثابتة هي الأكثر ملائمة للبيانات، إلا أنه لا يمكن التأكد من ذلك إلا بعد استخدام اختبار Hausman (1978)، وهذا لغرض معرفة أي من التأثيرات تعتبر أكثر ملائمة لتقدير النموذج سواء كانت نماذج التأثيرات الثابتة أم نماذج التأثيرات العشوائية من أجل تحديد أي من النموذجين ينبغي اختياره واستعماله في دراسة العلاقة بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول.

بحيث تمثل :

{H0 : REM هو النموذج الملائم

{H1 : FEM هو النموذج الملائم

- بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (2 8) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) لإختبار Hausman أقل من 5% ومنه نرفض فرضية العدم H0، ونقبل الفرضية البديلة H1 القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لدراسة العلاقة بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول.

❖ **صياغة العلاقة بين نسبة الرفع المالي والنسبة الهيكلية :**

الجدول رقم (9.2) : معلمات نموذج العلاقة بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع : يمثل النسبة الهيكلية (Y3)			
الفترة : 2009–2014 T= 6 N=5 مجموع مشاهدات البانل: 5x6= 30 مشاهدة			
المتغيرات التفسيرية	نموذج الانحدار التجميعي PRM	نموذج التأثيرات الثابتة FEM	نموذج التأثيرات العشوائية REM
Constante (B0)	0.832 (0.0000)*	0.743 (0.0000)*	0.748 (0.0000)*
الرفع المالي (X) (B1)	−0.564 (0.0000)*	−0.315 (0.0000)*	−0.327 (0.0000)*
R- squared	0.760	0.982	0.747
Prob (F- statistic)	0.000000	0.000000	0.000000
Durbin-Watson stat	0.236	1.802	1.435

* تمثل القيم التي بين قوسين المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة عند مستوى 5%.

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (06)

☜ **المفاضلة بين النماذج الثلاثة واختيار النموذج الملائم للعلاقة :**

بحيث تمثل :

{H0 : PRM هو النموذج الملائم

{H1 : FEM أو REM هو النموذج الملائم

والجدول التالي يبين النتائج المتحصل عليها من خلال إختبار (LM) واختبار (H) :

الجدول رقم (10.2) : نتائج اختبار (LM) وHausman بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية

الاختبار	P–Value
Breuch and Pagan	0.0000 (*)
Hausman	0.0712 (*)

(*) معنوية الاختبار عند 5%. **المصدر** : من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الملحق رقم (06)

بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (2-10) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) لإختبار **Breuch and Pagan** أقل من 5% ومنه نرفض فرضية العدم H0 القائلة بأن نموذج الانحدار التجميعي PRM هو الملائم، ونقبل الفرضية البديلة H1.

لإختيار النموذج الملائم من بين النموذجين REM وFEM سوف نعتمد على إختبار **Hausman** :

بحيث تمثل :

{H0 : REM هو النموذج الملائم

{H1 : FEM هو النموذج الملائم

- بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (2 10) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) لإختبار **Hausman** أكبر من 5% ومنه نقبل فرضية العدم H0 القائلة بأن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم لدراسة العلاقة بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية، ونرفض الفرضية البديلة H1.

المطلب الثاني : تحليل نتائج الدراسة ومناقشها

بعد ما تم استخراج النماذج الملائمة والمناسبة والتوصل إلى نتائج الدراسة في المطلب الأول، سيتم في هذا المطلب تحليلها وتفسيرها، وانطلاقا من مخرجات التحليل والتفسير سيتم اختبار صحة فرضيات الدراسة الموضوعة سابقا، وهذا قصد الوصول إلى نتائج نهائية.

الفرع الأول : تحليل نتائج الدراسة

تحت هذا العنوان سنقوم بتشخيص القوة الإحصائية للنماذج المقدرة وذلك بإجراء اختبار كل من معنوية المعالم **Prob-β**، ومعنوية النموذج **Prob-F**، ومعامل التحديد R^2، واختبار **DW.**

أولا – تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر لتأثير الرفع المالي LF على المردودية المالية Rcp :

- من خلال نتائج الجدول رقم (2 3) يمكننا اختبار نموذج الإنحدار التجميعي الملائم لتمثيل هذه العلاقة وفق ما يلي:

1– اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

☜ **المعنوية الاحصائية لـ β0 :**

{H0 : β0 = 0
{H1 : β0 ≠ 0

من الجدول رقم (2-3) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) تساوي 0.05 ≥ 0.0000، ومنه نرفض فرضية العدم **H0** ونقبل الفرضية البديلة **H1** أي أن المعلمة المقدرة **β0** تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية **5%**.

☜ **المعنوية الاحصائية لـ β1** :

{H0 : β1 = 0
{H1 : β1 ≠ 0

من الجدول رقم (2-3) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) تساوي 0.05 ≥ 0.0007، ومنه نرفض فرضية العدم **H0** ونقبل الفرضية البديلة **H1** أي أن المعلمة المقدرة **β1** تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة **5%**، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين **X** (الرفع المالي) والمتغير التابع **Y** (المردودية المالية)، أي أن القيم المقدرة لديها معنوية إحصائية.

2- اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

{H0 : β0 = β1 = 0

{H1: oumois (βj ≠ 0)

يمكن اختبار المعنوية الكلية من خلال إحصائية فيشر، وعليه نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-3) أن القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر **Prob- F**= 0.000682 ≤ 0.05، ومنه نرفض فرضية العدم **H0** ونقبل الفرضية البديلة **H1** أي أنه يوجد معلمة على الأقل تختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي هناك دلالة إحصائية للمعادلة عند مستوى معنوية **5%**.

3- اختبار معامل التحديد :

- من خلال الجدول (2 3) نلاحظ أن قيمة معامل التحديد R^2 لقياس القدرة التفسيرية قد بلغت 0.342، أي أن الرفع المالي يفسر لنا 34.2% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع Y (نسبة المردودية المالية) وهي نسبة مقبولة ودالة إحصائيا، أما النسبة المتبقية 65.8% فتفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج.

4- إختبار Durbin – Watson :

بالرجوع إلى الجدول الإحصائي **DW** في الملحق رقم (7) نجد أن قيمة d1 الجدولية عند n= 30 و k=1 هي : 1.35، أما قيمة d2 الجدولية عند n= 30 و k=1 هي : 1.49.

الشكل رقم (8.2) : مناطق القبول والرفض لاختبار (Durbin-Watson)

ارتباط ذاتي سالب	غير محدد	عدم وجود ارتباط	عدم وجود ارتباط	غير محدد	ارتباط ذاتي موجب
p<0	?	p=0	p=0	?	p>0

0	d1	d2	2	4 – d2	4 – d1	4

المصدر : من إعداد الطالب بالإعتماد على مراجع الدراسة

- بالإعتماد على الجدول رقم (2 3) نلاحظ أن قيمة **DW** المحسوبة تساوي **1.52** أي تقع في المجال **[d2، 4–d2]** وبالتالي لايوجد ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

☜ **معادلة النموذج** :

$$Y = 0.1311 - 0.1460*X$$

❖ **تفسير العلاقة** :

- **β0 :** معلمة الحد الثابت، وهي القيمة المقدرة للمتغير التابع **Y** (نسبة المردودية المالية) عند انعدام المتغير المستقل **X** (نسبة الرافعة المالية)، أي عندما تساوي نسبة الرافعة المالية الصفر فإن القيمة المقدرة لنسبة المردودية المالية **Rcp** تساوي 0.131.
- **β1 :** معلمة المتغير المستقل **X** (نسبة الرافعة المالية)، وهي التغير المقدر في المتغير التابع **Y** (نسبة المردودية المالية) عند زيادة **X** بوحدة واحدة، وبما أن إشارة **β1** تبين طبيعة العلاقة العكسية أو الطردية بين نسبة الرافعة المالية ونسبة المردودية المالية يظهر من خلال النموذج أن هناك علاقة عكسية سلبية ذات دلالة إحصائية، حيث أنه لما تزيد نسبة الرافعة المالية بوحدة واحدة يؤدي ذلك إلى إنخفاض نسبة المردودية المالية بـ 0.146.

ثانيا – تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر لتأثير الرفع المالي (X) على الربحية الإجمالية (Y1) :

بعد ماقمنا بإختيار نموذج الإنحدار التجميعي لتمثيل العلاقة بين الرفع المالي ونسبة الربحية الإجمالية، سوف نقوم بإختبار النموذج وفق ما يلي :

1– اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

☜ **المعنوية الاحصائية لـ β0 :**

{H0 : β0 = 0
{H1 : β0 ≠ 0

- من الجدول رقم (2 5) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) تساوي 0.05 ≥ 0.0000، ومنه نرفض فرضية العدم **H0** ونقبل الفرضية البديلة **H1** أي أن المعلمة المقدرة **β0** تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية **5%**.

☜ **المعنوية الاحصائية لـ β1 :**

{H0 : β1 = 0
{H1 : β1 ≠ 0

من الجدول رقم (2-5) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) تساوي 0.05 ≥ 0.0000، ومنه نرفض فرضية العدم **H0** ونقبل الفرضية البديلة **H1** أي أن المعلمة المقدرة **β1** تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة **5%**، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين **X** (الرفع المالي) والمتغير التابع **Y1** (الربحية الإجمالية)، أي أن القيم المقدرة لديها معنوية إحصائية.

2- اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

{H0 : β0 = β1 = 0

{H1: oumois (βj ≠ 0)

يمكن اختبار المعنوية الكلية من خلال إحصائية فيشر، وعليه نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-5) أن القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر **Prob- F**= 0.000009 ≤ 0.05، ومنه نرفض فرضية العدم **H0** ونقبل الفرضية البديلة **H1** أي أنه يوجد معلمة على الأقل تختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي هناك دلالة إحصائية للمعادلة عند مستوى معنوية **5%**.

3- اختبار معامل التحديد : من خلال الجدول (2-5) نلاحظ أن قيمة معامل التحديد R^2 لقياس القدرة التفسيرية قد بلغت 0.512، أي أن الرفع المالي يفسر لنا 51.2% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع Y1 (نسبة الربحية الإجمالية) وهي نسبة مقبولة ودالة إحصائيا، أما النسبة المتبقية 48.8% فتفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج.

4- إختبار Durbin – Watson :

قيمة d1 الجدولية عند n= 30 و k=1 هي : 1.35، أما قيمة d2 الجدولية عند n= 30 و k=1 هي : 1.49.

من خلال قيمة دربن واتسون المحسوبة و المساوية لـ 1.301 والمستخرجة من الجدول (2-5) فإننا نلاحظ أنها تقع في منطقة الشك أو الغير المحددة، وبالتالي لايمكن إتخاذ القرار والتأكد من وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من عدمه.

☜ **معادلة النموذج :**

Y1 = 0.1793 - 0.2055*X

❖ **تفسير العلاقة :**

- **β0 :** معلمة الحد الثابت، وهي القيمة المقدرة للمتغير التابع **Y1** (نسبة الربحية الإجمالية) عند انعدام المتغير المستقل **X** (نسبة الرافعة المالية)، أي عندما تساوي نسبة الرافعة المالية الصفر فإن القيمة المقدرة لنسبة الربحية الإجمالية تساوي 0.179.
- **β1 :** معلمة المتغير المستقل **X** (نسبة الرافعة المالية)، وهي التغير المقدر في المتغير التابع **Y1** (نسبة الربحية الإجمالية) عند زيادة **X** بوحدة واحدة، وبما أن إشارة **β1** تبين طبيعة العلاقة العكسية أو الطردية بين نسبة الرافعة المالية ونسبة الربحية

الإجمالية يظهر من خلال النموذج أن هناك علاقة عكسية سلبية ذات دلالة إحصائية، حيث أنه لما تزيد نسبة الرافعة المالية بوحدة واحدة يؤدي ذلك إلى إنخفاض نسبة الربحية الإجمالية بـ 0.205.

ثالثا – تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر لتأثير الرفع المالي (X) على معدل دوران الأصول (Y2) :

بعد نتائج اختبار Hausman تبين لنا أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لتمثيل العلاقة بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول، وبالتالي سوف نقوم باختبار النموذج وفق ما يلي :

1– اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

☜ **المعنوية الاحصائية لـ β0 :**

{H0 : β0 = 0
{H1 : β0 ≠ 0

– من الجدول رقم (2 7) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) تساوي 0.05 ≥ 0.0000، ومنه نرفض فرضية العدم **H0** ونقبل الفرضية البديلة **H1** أي أن المعلمة المقدرة **β0** تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية **5%**.

☜ **المعنوية الاحصائية لـ β1 :**

{H0 : β1 = 0
{H1 : β1 ≠ 0

– من الجدول رقم (2 7) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) تساوي 0.05 ≥ 0.0010، ومنه نرفض فرضية العدم **H0** ونقبل الفرضية البديلة **H1** أي أن المعلمة المقدرة **β1** تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة **5%**، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين **X** (الرفع المالي) والمتغير التابع **Y2** (معدل دوران الأصول)، أي أن القيم المقدرة لديها معنوية إحصائية.

2– اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

{H0 : β0 = β1 = 0

{H1: oumois (βj ≠ 0)

–يمكن اختبار المعنوية الكلية من خلال إحصائية فيشر، وعليه نلاحظ من خلال الجدول رقم (2 7) أن القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر **Prob- F**= 0.000000 ≤ 0.05، ومنه نرفض فرضية العدم **H0** ونقبل الفرضية البديلة **H1** أي أنه يوجد معلمة على الأقل تختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي هناك دلالة إحصائية للمعادلة عند مستوى معنوية **5%**.

3- اختبار معامل التحديد : من خلال الجدول (2-7) نلاحظ أن قيمة معامل التحديد R^2 لقياس القدرة التفسيرية قد بلغت 0.876، أي أن الرفع المالي يفسر لنا 87.6% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع Y2 (معدل دوران الأصول) وهي نسبة قوية ودالة إحصائيا، أما النسبة المتبقية 12.4% فتفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج.

☜ **معادلة النموذج** :

$$Y2 = 0.6114 - 0.2057*X$$

❖ **تفسير العلاقة** :

- **β0 :** معلمة الحد الثابت، وهي القيمة المقدرة للمتغير التابع **Y2** (معدل دوران الأصول) عند انعدام المتغير المستقل **X** (نسبة الرافعة المالية)، أي عندما تساوي نسبة الرافعة المالية الصفر فإن القيمة المقدرة لمعدل دوران الأصول تساوي 0.611، كما نلاحظ بأن قيمها تختلف من مؤسسة إلى أخرى وذلك حسب خصوصية كل مؤسسة، والجدول التالي يوضح قيمة $B_{0(i)}$ الخاصة بكل مؤسسة :

جدول رقم (11.2) : معاملات الحد الثابت لنموذج الآثار الثابتة

المؤسسة	قيمة β0
ENTP	-0.014079
GTP	0.260093
ENAFOR	-0.018151
GCB	-0.098411
ENAGEO	-0.129452

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

- **β1 :** معلمة المتغير المستقل **X** (نسبة الرافعة المالية)، وهي التغير المقدر في المتغير التابع **Y2** (معدل دوران الأصول) عند زيادة **X** بوحدة واحدة، وبما أن إشارة **β1** تبين طبيعة العلاقة العكسية أو الطردية بين نسبة الرافعة المالية ومعدل دوران الأصول يظهر من خلال النموذج أن هناك علاقة عكسية سلبية ذات دلالة إحصائية، حيث أنه لما تزيد نسبة الرافعة المالية بوحدة واحدة يؤدي ذلك إلى إنخفاض معدل دوران الأصول بـ 0.205.

رابعا – تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر لتأثير الرفع المالي (X) على النسبة الهيكلية (Y3) :

من خلال نتائج الجدول رقم (2-9) يمكننا اختبار نموذج الآثار العشوائية الملائم لتمثيل هذه العلاقة وفق ما يلي :

1- اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

☜ **المعنوية الاحصائية لـ β0 :**

{H0 : β0 = 0
{H1 : β0 ≠ 0

- من الجدول رقم (2 9) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) تساوي 0.05 ≥ 0.0000، ومنه نرفض فرضية العدم **H0** ونقبل الفرضية البديلة **H1** أي أن المعلمة المقدرة **β0** تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية **5%**.

☜ **المعنوية الاحصائية لـ β1 :**

{H0 : β1 = 0
{H1 : β1 ≠ 0

- من الجدول رقم (2 9) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) تساوي 0.05 ≥ 0.000000، ومنه نرفض فرضية العدم **H0** ونقبل الفرضية البديلة **H1** أي أن المعلمة المقدرة **β1** تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة **5%**، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين **X** (الرفع المالي) والمتغير التابع **Y3** (النسبة الهيكلية)، أي أن القيم المقدرة لديها معنوية إحصائية.

2- اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

{H0 : β0 = β1 = 0

{H1: oumois (βj ≠ 0)

-يمكن اختبار المعنوية الكلية من خلال إحصائية فيشر، وعليه نلاحظ من خلال الجدول رقم (2 9) أن القيمة الإحتمالية لإحصائية فيشر **Prob- F**= 0.000000 ≤ 0.05، ومنه نرفض فرضية العدم **H0** ونقبل الفرضية البديلة **H1** أي أنه يوجد معلمة على الأقل تختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي هناك دلالة إحصائية للمعادلة عند مستوى معنوية **5%**.

3- اختبار معامل التحديد : من خلال الجدول (2-9) نلاحظ أن قيمة معامل التحديد R^2 لقياس القدرة التفسيرية قد بلغت 0.747، أي أن الرفع المالي يفسر لنا 74.7% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع Y3 (النسبة الهيكلية) وهي نسبة قوية ودالة إحصائيا، أما النسبة المتبقية 25.3% فتفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج.

4- إختبار Durbin – Watson :

ويكون هذا الاختبار من أجل الكشف على وجود ارتباط ذاتي للأخطاء أو أن هناك استقلالية بينها و لأجل ذلك سوف نقارن بين القيمة المحسوبة لدربن واتسون و المستخرجة من الجدول (2-09) و القيم المجدولة لها، حيث :

قيمة d1 الجدولية عند n= 30 و k=1 هي : 1.35، أما قيمة d2 الجدولية عند n= 30 و k=1 هي : 1.49.

- بالإعتماد على الجدول رقم (2 9) نلاحظ أن قيمة **DW** المحسوبة تساوي **1.435** أي تقع في المجال **[d1 ،d2]** وبالتالي لايمكن إتخاذ القرار والتأكد من وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من عدمه لكونها تقع في منطقة الشك أو الغير المحددة.

☜ **معادلة النموذج :**

$$Y3 = 0.7481 - 0.3274*X$$

❖ **تفسير العلاقة :**

- **β0 :** يمكن تفسيره في حالة النموذج العشوائي أنه يمثل قيمة النسبة الهيكلية بغض النظر عن المتغير المستقل المدروس (نسبة الرافعة المالية)، وأيضا فهو يمثل قيمة الأخطاء التي تكون نتيجة عدم ثبات حد الخطأ لجميع المؤسسات و هذا (لإختلاف المتغيرات المهملة أو اختلاف في صياغة العلاقة السلوكية للنسبة الهيكلية لكل مؤسسة كون أن كل مؤسسة لها سلوك خاص بها، ....الخ).

والجدول التالي يوضح قيمة $B_{0(i)}$ الخاصة بكل مؤسسة :

جدول رقم (12.2) : معاملات الحد الثابت لنموذج الآثار العشوائية

المؤسسة	قيمة β0
ENTP	-0.063184
GTP	-0.157286
ENAFOR	-0.010970
GCB	0.106015
ENAGEO	0.125425

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews)

- **β1 :** معلمة المتغير المستقل **X** (نسبة الرافعة المالية)، وهي التغير المقدر في المتغير التابع **Y3** (النسبة الهيكلية) عند زيادة **X** بوحدة واحدة، وبما أن إشارة **β1** تبين طبيعة العلاقة العكسية أو الطردية بين نسبة الرافعة المالية والنسبة الهيكلية ويظهر من خلال النموذج أن هناك علاقة عكسية سلبية ذات دلالة إحصائية، حيث أنه لما تزيد نسبة الرافعة المالية بوحدة واحدة يؤدي ذلك إلى إنخفاض النسبة الهيكلية بـ 0.327.

الفرع الثاني : مناقشة نتائج الدراسة

من خلال مناقشة نتائج الدراسة سوف نقوم بتفسير مختلف نتائج الدراسة في شكل استنتاجات على النحو التالي:

❖ أن قرار التمويل بالاستدانة له تأثير سلبي على العائد المحقق، أي أن هناك تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية في المؤسسات البترولية بحاسي مسعود بولاية ورقلة للإستدانة ممثلة بنسبة الرافعة المالية على مؤشرات الأداء الربحي والمتمثلة في المردودية المالية ونسبة الربحية الإجمالية، أي وجود علاقة تأثير عكسية ذات دلالة إحصائية، وبالتالي النتيجة المتحصل عليها تتوافق مع دراسة كل من (وليد أحمد الصافي، شقيري نوري موسى) والتي توصلت إلى أن الرفع المالي سواءا مقاسا بدرجة الرافعة المالية أو بنسبة الدين إلى حقوق الملكية يؤثّران في ربحية السهم العادي سلبا وهي علاقة عكسية، ودراسة (جميل حسن النجار) والتي توصلت إلى وجود أثر سلبي للرفع المالي على معدل العائد على حقوق الملكية، وكذلك دراسة (Mohammad Ali) التي توصلت إلى العلاقة العكسية السلبية بين الرفع المالي ومعدل العائد على حقوق الملكية؛

❖ إن الاستدانة مقاسة بنسبة الرافعة المالية LF تؤثر في ربحية المؤسسات الاقتصادية عامة كما أن العلاقة بين نسبة الرافعة المالية والمردودية هي علاقة عكسية فمع زيادة نسبة الرافعة المالية تنخفض معدلات المردودية، والمقصود هنا أن المبالغة في استخدام الرفع المالي أدى إلى انخفاض معدلات المردودية بالتحديد المردودية المالية، ويمكن تفسير ذلك بسبب الزيادة في تكاليف التمويل (المصاريف المالية) التي تتحملها الشركات نتيجة لزيادة حجم ديونها، وكون الرفع المالي سلاح ذو حدين قد يؤدي إلى زيادة ربحية المؤسسة والمساهمين وبالمقابل قد يؤدي إلى الإضرار بربحية المؤسسة وهذا ماحصل بالفعل بالنسبة للعينة المدروسة من الشركات البترولية بحاسي مسعود (ورقلة)؛

❖ زيادة اللجوء إلى الاستدانة في الشركات البترولية بحاسي مسعود ذو تأثير سلبي على معدلات المردودية، أي أنه كلما زاد حجم الديون كلما تناقصت المردودية، هذا يعني أن هناك رافعة مالية سالبة وهو راجع إلى سوء تسيير الإدارة المالية بالشركات البترولية محل الدراسة؛

❖ توصلت الدراسة إلى أن أقوى علاقة تأثير بين الرفع المالي والمردودية المالية ومركباتها هي العلاقة بين نسبة الرافعة المالية ومعدل دوران الأصول بحيث تقدر نسبة تفسير الرافعة المالية للشركات البترولية بحاسي مسعود بـ 87.6 بالمائة من معدل دوران الأصول لتليها نسبة تفسير نسبة الرافعة المالية للنسبة الهيكلية بـ 74.7 بالمائة، في حين قدرت نسبة تفسير نسبة الرافعة المالية لنسبة الربحية الإجمالية بـ 51.2 بالمائة، حيث قدرت نسبة تفسير نسبة الرافعة المالية للمردودية المالية بـ 34.2 بالمائة والتي تعتبر أضعف نسبة تفسير عند مقارنتها بنسب التفسير السابقة؛

❖ نرى بأن العلاقة العكسية للرفع المالي على العوائد المالية تتفق مع نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل حيث تعني العلاقة العكسية بين الرفع المالي والأداء المالي للمؤسسات "عدم لجوئها إلى الاقتراض إلا في حالة عدم كفاية الأرباح المحتجزة لتمويل الاستثمارات الجديدة وأن معظم الزيادات في الاقتراض كانت نتيجة الاقتراض قصير ومتوسط الأجل" كما هو حال مؤسسة GCB وENAGEO، مما يشير إلى أن الزيادة في الرفع المالي كان بسبب سد عجز السيولة اللازمة للتشغيل أو لتعويض الخسائر أكثر منها لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل، ومن ناحية أخرى فان ارتفاع تكلفة التمويل وعدم قدرة المؤسسات على خدمة الدين يزيد من مخاطرة الرفع المالي ومن ثم يمكن أن يسبب حدوث العلاقة العكسية بين الرفع المالي والمردودية المالية؛

❖ أما عن النسبة الهيكلية والرفع المالي فهذان يمثلان نفس السياسة وهي السياسة التمويلية لذلك كانت العلاقة عكسية بين المتغيرين، وهذا مايؤكد على أن هذه المؤسسات مستدينة؛

❖ من خلال نتائج الدراسة تبين أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول وهذا مايؤكد أن السياسة الإستثمارية لها علاقة بالسياسة التمويلية للعينة محل الدراسة، وبالتالي أي زيادة في الرفع المالي بالنسبة للمؤسسات البترولية الوطنية ينقص ذلك من الفعالية الإنتاجية لهاته المؤسسات.

خلاصة الفصل :

لقد خصص هذا الفصل للجانب التطبيقي من الدراسة، وكان الهدف منه اختبار مدى تطابق الجانب النظري مع الواقع واختبار صحة فرضيات الدراسة التي تم وضعها من قبل.

وعليه تم البدء بوضع الجوانب الأساسية للدراسة والمتمثلة في كل من طريقة وأدوات جمع المعلومات، التي يمكن من خلالها التوصل إلى المعطيات وتلخيصها ومعالجتها وكذا تحديد عينة الدراسة ومتغيراتها، وبعد هذه الخطوة قمنا بعرض، تحليل وتفسير النتائج المتوصل إليها انطلاقا من المعطيات التي تم تلخيصها ومعالجتها، ومن ثم اختبار فرضيات الدراسة، ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها في هذا الفصل كالتالي :

- ☜ وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية للرفع المالي LF مقاسا بالديون المالية إلى الأموال الخاصة على نسبة المردودية المالية Rcp للمؤسسات البترولية بحاسي مسعود وبقوة تفسير قدرت بـ 34.2 بالمائة؛
- ☜ وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% للرفع المالي على نسبة الربحية الإجمالية للمؤسسات محل الدراسة بقوة تفسير قدرت بـ 51.2 بالمائة؛
- ☜ وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% للرفع المالي على معدل دوران الأصول للمؤسسات البترولية بحاسي مسعود وبقوة تفسير قدرت بـ 87.6. بالمائة؛
- ☜ وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية للرفع المالي مقاسا بالديون المالية إلى الأموال الخاصة على النسبة الهيكلية لعينة الدراسة بقوة تفسير قدرت بـ 74.7 بالمائة.

ومن المرجح أن أسباب التأثير السلبي لنسبة الرافعة المالية على المردودية المالية للعوامل التالية :

- ضعف نسب الديون طويلة الأجل في المؤسسات البترولية الوطنية بحاسي مسعود؛
- إرتفاع تكلفة التمويل (المصاريف المالية).

الخاتمة

نسعى من خلال تناول هذا البحث إلى معالجة موضوع أثر الرفع المالي على المردودية المالية في المؤسسات البترولية الوطنية بمنطقة حاسي مسعود، وبحكم أن للمردودية عدة استخدامات من كونها أداة لقياس الفعالية الإقتصادية للنشاط إلى معيار لاتخاذ بعض القرارات الهامة، إلى وسيلة في يد متخذ القرار المالي في قياس أثر الاستدانة على الربحية، فحاولنا مناقشته للإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة التي تمحورت حول مدى تأثير الرفع المالي على المردودية المالية في المؤسسات البترولية الوطنية العاملة في منطقة حاسي مسعود من خلال الفصلين النظري والتطبيقي.

وعليه ركزت دراستنا على الرفع المالي (الإستدانة) والذي يمثل أهم مصدر للتمويل الخارجي للمؤسسة في حال عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية لإستمرارية نشاط المؤسسة، فمن خلال دراستنا وتحليلنا لإشكالية بحثنا والمتمثلة في : إلى أي مدى يؤثر الرفع المالي على المردودية المالية في المؤسسات البترولية الوطنية ؟ وانطلاقا من ذلك قمنا في الجانب النظري إلى التطرق إلى ماهية المردودية والرافعة المالية، أما في الجانب التطبيقي فقمنا بدراسة ميدانية على عينة من المؤسسات البترولية الوطنية الجزائرية العاملة بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة (2009-2014)، لنخلص في النهاية إلى جملة من النتائج التي من خلالها يمكن تأكيد صحة أو خطأ الفرضيات التي تم وضعها من قبل، ومن ثم الإجابة على الإشكالية الرئيسية للموضوع.

نتائج اختبار الفرضيات:

من خلال نتائج الدراسة الإحصائية يمكن إثبات أو نفي الفرضيات التي اقترحها الطالب كحلول مبدئية في المقدمة كما يلي:

- بالنسبة للفرضية الأولى التي نصت على أنه توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي مقاسا بالديون المالية إلى الأموال الخاصة والمردودية المالية، توصلنا من خلال الدراسة التطبيقية للموضوع إلى وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% للرفع المالي LF على المردودية المالية Rcp للشركات البترولية بحاسي مسعود وبقوة تفسير قدرت بـ 34.2 بالمائة، وسبب حدوث العلاقة العكسية بين المتغيرين ناتج عن ارتفاع تكلفة التمويل (المصاريف المالية) و ضعف نسب الديون طويلة الأجل في المؤسسات البترولية بحاسي مسعود، ومنه فالنتيجة واقعية **وهذا ما يثبت صحة الفرضية الرئيسية؛**

- تمثلت الفرضية الثانية في أنه توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي ونسبة الربحية الإجمالية، ومن خلال نتائج الدراسة التطبيقية تبين لنا أن هناك علاقة عكسية ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين المتغيرين وبقوة تفسير قدرت بـ 51.2 بالمائة، **وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛**

- بالنسبة للفرضية الثالثة التي نصت على وجود علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول الإقتصادية، توصلنا من خلال نتائج الدراسة الميدانية إلى وجود علاقة عكسية سلبية ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين المتغيرين وبقوة تفسير قدرت بـ 87.6. بالمائة، **ومنه يمكننا إثبات صحة الفرضية الثالثة؛**

- نصت الفرضية الرابعة على وجود علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية، وبالإعتماد على نتائج الدراسة التطبيقية يتضح لنا وجود علاقة تأثير سلبية للرفع المالي على النسبة الهيكلية ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% وبقوة تفسير قدرت بـ 74.7 بالمائة، **وهذا ما يثبت صحة الفرضية الرابعة**.

إذن يمكن القول أن نسبة الرفع المالي مقاسا بالديون المالية إلى الأموال الخاصة تؤثر على الربحية الإجمالية ومعدل دوران الأصول، وبالتالي العلاقة بين المتغيرين والرفع المالي تسلك نفس سلوك العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية بالنسبة لعينة الشركات البترولية الوطنية بحاسي مسعود، أما عن الرفع المالي والنسبة الهيكلية فيعتبر إختبار تأكيد على أن هذه المؤسسات حقيقة تلجأ إلى المديونية لتمويل جزء من نشاطاتها.

النتائج العامة للدراسة :

من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية لموضوع أثر الرفع المالي على المردودية المالية للشركات البترولية الوطنية الجزائرية توصلنا إلى جملة من النتائج التالية:

- نظريا المردودية المالية تتأثر بالرفع المالي بشكل موجب بزيادة اللجوء إلى الإستدانة (الرفع المالي)، ولكن هذا لاينفي تعرضها إلى المخاطر المالية خاصة إذا كانت المردودية الإقتصادية أقل من معدلات الفائدة المفروضة؛
- وجود علاقة تأثير عكسية بين نسبة الرفع المالي على نسبة المردودية المالية للشركات البترولية بحاسي مسعود؛
- وجود علاقة ارتباط أو تأثير عكسية لنسبة الرفع المالي على نسبة الربحية الإجمالية لعينة المؤسسات محل الدراسة؛
- وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين نسبة الرفع المالي ومعدل دوران الأصول لعينة الدراسة؛
- توجد علاقة ذات تأثير سلبي لنسبة الرفع المالي على النسبة الهيكلية، أي يمكن القول أن هذه المؤسسات تعتمد في نظامها التمويلي على الديون والقروض المالية بنسب معتبرة؛
- زيادة اللجوء إلى الاستدانة في الشركات البترولية بحاسي مسعود ذو تأثير سلبي على معدلات المردودية، أي أنه كلما زاد حجم الديون كلما تناقصت المردودية، هذا يعني أن هناك رافعة مالية سالبة وهو راجع إلى سوء تسيير الإدارة المالية بالشركات البترولية محل الدراسة؛
- توصلت الدراسة إلى أن أقوى علاقة تأثير بين الرفع المالي والمردودية المالية ومركباتها هي العلاقة بين نسبة الرافعة المالية ومعدل دوران الأصول بحيث تقدر نسبة تفسير الرافعة المالية للشركات البترولية بحاسي مسعود بـ 87.6 بالمائة من معدل

دوران الأصول لتليها نسبة تفسير نسبة الرافعة المالية للنسبة الهيكلية بـ 74.7 بالمائة، في حين قدرت نسبة تفسير نسبة الرافعة المالية لنسبة الربحية الإجمالية بـ 51.2 بالمائة، حيث قدرت نسبة تفسير نسبة الرافعة المالية للمردودية المالية بـ 34.2 بالمائة والتي تعتبر أضعف نسبة تفسير عند مقارنتها بنسب التفسير السابقة؛

التوصيات والاقتراحات:

بناءا على ما تقدم ذكره من النتائج يمكن أن نقدم بعض التوصيات والاقتراحات التي من الممكن أن تساعد وتساهم إلى حد ما في تحسين المردودية المالية للشركات البترولية محل الدراسة عند إستعمالها لآلية الرفع المالي وتجاوز العقبات في إشكالية التمويل في المؤسسات الاقتصادية بشكل عام والمؤسسات البترولية بشكل خاص :

- ❖ من أجل تحقيق معدلات مردودية أحسن تقترب أو تفوق المعدلات المرجعية (المعيارية) يجب على المؤسسات البترولية تحقيق نتائج تلائم الوسائل المسخرة لها، فلتحقيق معدل مردودية مالية مقبول يجب تحقيق نتيجة صافية تساوي على الأقل ربع الأموال الخاصة بالمؤسسة؛
- ❖ يجب على إدارات المؤسسات البترولية الوطنية الجزائرية العاملة بمنطقة حاسي مسعود أن تقوم بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثلى للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي و ذلك لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي؛
- ❖ يمكن للمؤسسات أن تحسن مردوديتها المالية بالاستدانة، شريطة أن يكون معدل تكلفة القروض أقل من المردودية الاقتصادية (أثر الرافعة)؛
- ❖ إجراء المزيد من الدراسات لتشخيص الأسباب الحقيقية والحالات التي تجعل الرفع المالي يلعب دورا سلبيا على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية؛
- ❖ التعمق أكثر وتحليل نسب المردودية بغرض كشف العوامل التي تؤثر فيها بالإيجاب أو بالسلب؛
- ❖ يجب على المؤسسات الاقتصادية عامة والبترولية بصفة خاصة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي بنسب معيارية تلائم هيكلها التمويلي مثلما نادت به نظرية MODIGLIANI & MILLER على أنه لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يمكن وضع حد أدنى للاستدانة، وذلك لتحقيق رفع مالي جيد خاصة في ظروف رواج الاقتصاد وتحقيق معدلات مردودية مقبولة تغطي تكاليف الاستدانة، وفي حالة الكساد يجب على المؤسسات الإقتصادية تجنب الإستدانة (الرفع المالي) بقدر الإمكان واللجوء إلى التمويل الداخلي.

آفاق ونقاط بحثية مستقبلية:

من خلال إجرائنا لهذه الدراسة تبين لنا أن هناك بعض الجوانب المكملة لا زالت تحتاج إلى المزيد من التحليل والدراسة وعليه نجد أن البحث في مجال تمويل المؤسسة الإقتصادية مازال مفتوحا بكل الجوانب المختلفة للموضوع، لذلك نقترح الآفاق البحثية التالية المكملة لهذه الدراسة :

– القيام بدراسة ميدانية لعينة من الشركات البترولية حول محددات الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية؛

– محاولة قياس الرفع المالي بأكثر من نسبة ودراسته على الشركات البترولية بالجزائر؛

– القيام بدراسة ميدانية لعينة من الشركات البترولية الأجنبية المتواجدة بالجزائر ومقارنتها بنتائج الدراسة على الشركات البترولية الوطنية الجزائرية.

قائمة المراجع

أولا – المراجع باللغة العربية :

1. مخلوف أسماء، **دراسة آلية أثر الرافعة المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية**، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013.
2. بسام محمد الآغا، **أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الإستثمار**، رسالة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005.
3. مداني بن بلغيث، عبد القادر دشاش، مداخلة بعنوان "انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على التشخيص المالي للمؤسسة"، ملتقى دولي حول "**النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة**"، دراسة حالة مطاحن الواحات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.
4. زكريا يحي الجمال، **اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية**، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية (21) 2012.
5. إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، **العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم**، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الإقتصادية والإدارية، العدد 8، 2012.
6. محمد صالح الحناوي، **الإدارة المالية والتمويل**، الإسكندرية، دار الجامعة، 1988.
7. علي حنفي، **مدخل إلى الإدارة المالية الحديثة (التحليل المالي و اقتصاديات الاستثمار و التمويل)**، بدون طبعة، دار الكتاب الحديث، مصر، 2008.
8. سماح بن دومة ، **أثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، رسالة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.
9. أسماء ريم، **مدى تأثير الرافعة المالية على تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية**، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.
10. حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2008.
11. مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، **التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد**، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011.
12. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات**، الجزء الأول، دار وائل للنشر، عمان الأردن، الطبعة الثانية، 2011.
13. قريدة السايح، **محاولة قياس أثر الرفع المالي على عوائد الأسهم**، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014.
14. وليد أحمد الصافي، شقيري نوري موسى، **الرافعة المالية وأثرها في نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة و درجة المخاطرة**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 21، العراق، 2009.

15.عادل عشي، **الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية– قياس وتقييم**، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002.

16.ميلودة ميلي، **أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة**، رسالة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013.

17.جميل حسن النجار، **مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين**، مجلة جامعة الأزهر ، المجلد 15، العدد 01، غزة، فلسطين، 2013.

18.مفيدة يحياوي، **تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الإقتصادية الجزائرية**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 3، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002.

ثانيا – المراجع باللغة الأجنبية :

19. Aivazian & Ge**, The impact of leverage on firm investment,** Canadian evidence**,** Journal Corporate Finance**,** June 2003.

20. Mohammad Ali, **Relationship between Financial Leverage and Financial Performance**, Evidence of Listed Chemical Companies of Pakistan, Research Journal of Finance and Accounting ISSN 2222-1697, Vol 5, No 23, 2014.

21. Pierre Baranger et autres, **Gestion, fonction de l'entreprise**, 2eme édition, Vuibert, paris, 1988.

22. Khemissi Chiha, **gestion et stratégie financière**, 1 ère édition, édition houma, 2005.

23. Lauzale, **P.controle de gestion et budget**, serey, Paris, 1986.

24. Wedig, **The Impact of Financial Leverage On The Cost Of capital &Return Of Investment**, Bankers Magazine, May 1989.

الملاحق

ملحق رقم (01) : البيانات المحاسبية لعينة الدراسة خلال الفترة (2009– 2014)

المؤسسات	السنوات	الديون المالية	الأموال الخاصة	النتيجة الصافية	رقم الأعمال	إجمالي الأصول	النتيجة العملياتية
ENTP	2009	17808995720	37066357640	4642959553	33829690244	71040107042	7105067944
	2010	11283436925	39422981351	2806623711	34421858137	67475358085	4519711618
	2011	2647463752	39315403706	3238647125	36095340127	63511668303	4588810582
	2012	1379096818	44437586092	5836208570	39358880750	62492332494	7940980599
	2013	1379096818	50225568559	7625234937	45538633384	74468464234	9552197216
	2014	529453259,1	61995023084	12308591501	53429189231	88642016361	16404978521
GTP	2009	6319939316	9314860486	984300253,9	17138096407	23964500967	1330961934
	2010	7759576311	9588507311	298801242,2	17070483070	26021387194	779054812,7
	2011	7817112183	8144615784	-1439217161	20839612769	28013319854	-1146626684
	2012	7611837250	8950699123	194970285,4	21024840578	31626198764	685915946,1
	2013	7271761341	9063411332	436957697,6	21148883670	29263492852	911289213,2
	2014	7648793647	10327363300	1263951967	24556636116	33609862192	2086332380
ENAFOR	2009	20733033869	26474774064	1279546171	22789609958	51291580952	2274603659
	2010	15932309899	25686299749	298845869,4	23589286465	50327248875	915525802,3
	2011	8830911041	29037227440	2188584505	23565584464	44504123386	3307034199
	2012	8933208735	31109874411	2092646971	25857775309	47096801815	3037415964
	2013	4589463544	33923699383	3645646502	28386911938	50304555474	5533692978
	2014	8879642217	40446443328	6672743946	32945172838	63301803619	10111030888
GCB	2009	3604624984	17969849383	2457361846	9361710864	21683145299	2301893045
	2010	2374631200	18185824480	1196255755	8960374841	22101465558	901884867,2
	2011	3231678486	19016587502	930763022,4	10890818425	23945199170	853341700,2
	2012	4295299632	21327027876	2310440373	14468857939	27599679737	2488466011
	2013	4657870650	24499458756	3272430880	16504334736	31482031498	3919117059
	2014	5769250038	27879051187	3479592431	18366492098	35911168310	4456513109
ENAGEO	2009	5340740610	31076211137	5650704248	20114280510	37194879187	7019287673
	2010	8223601489	30230028534	1468268541	15660272112	40603687247	2344599260
	2011	8936007123	32500125463	1924000000	17140114523	41436326546	3058221365
	2012	8482101236	33466223314	1181000000	17548225635	41948245963	2214141256
	2013	7566110207	34343115263	429000000	17020205330	41909285967	1014025698
	2014	9036112118	34782563214	1266000000	18777146326	43818453786	1581452365

المصدر : من إعداد الطالب بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة

ملحق رقم (02) : حساب متغيرات العينة المدروسة

المؤسسات	السنوات	الرفع المالي	المردودية المالية	الربحية الإجمالية	معدل دوران الأصول	النسبة الهيكلية	المردودية الإقتصادية
ENTP	2009	0,480462523	0,12526074	0,13724511	0,47620551	0,5217666	0,075011162
	2010	0,286214704	0,07119258	0,08153609	0,51013969	0,5842575	0,050237358
	2011	0,067339096	0,08237604	0,0897248	0,56832612	0,6190265	0,054188593
	2012	0,031034467	0,13133496	0,14828187	0,62981936	0,7110886	0,095303459
	2013	0,027458063	0,15181978	0,16744541	0,61151568	0,6744542	0,096203782
	2014	0,008540254	0,19854161	0,23037204	0,60275241	0,6993864	0,138802505
GTP	2009	0,678479224	0,10566989	0,05743346	0,71514514	0,3886941	0,041654172
	2010	0,809258006	0,03116244	0,01750397	0,65601741	0,3684856	0,022454264
	2011	0,959788944	-0,1767078	-0,0690616	0,743918	0,2907408	-0,03069861
	2012	0,850418179	0,02178269	0,00927333	0,66479189	0,2830153	0,016266165
	2013	0,802320569	0,04821117	0,02066103	0,72270538	0,3097174	0,023355616
	2014	0,740633734	0,12238864	0,05147089	0,73063781	0,3072718	0,046556254
ENAFOR	2009	0,78312411	0,04833077	0,05614603	0,44431483	0,5161622	0,033259898
	2010	0,62026489	0,01163445	0,01266871	0,46871798	0,5103855	0,01364359
	2011	0,304123769	0,07537168	0,09287207	0,52951463	0,6524615	0,055731367
	2012	0,287150267	0,06726633	0,08092912	0,54903463	0,6605517	0,048369781
	2013	0,135287826	0,10746607	0,12842702	0,56430102	0,6743664	0,082502861
	2014	0,219540743	0,16497727	0,20254087	0,52044604	0,6389461	0,119795531
GCB	2009	0,200592944	0,13674916	0,26249068	0,43175059	0,8287474	0,079620358
	2010	0,130575944	0,06577957	0,1335051	0,40541994	0,8228334	0,030604923
	2011	0,169939979	0,0489448	0,08546309	0,45482263	0,7941712	0,026727958
	2012	0,201401698	0,10833391	0,15968367	0,52424007	0,7727274	0,067622144
	2013	0,190121369	0,13357156	0,19827705	0,52424618	0,7782045	0,093365569
	2014	0,206938536	0,12481029	0,18945329	0,51144234	0,7763337	0,093073687
ENAGEO	2009	0,171859452	0,18183376	0,28092997	0,54078091	0,835497	0,14153738
	2010	0,272034195	0,04856987	0,09375754	0,38568596	0,7445144	0,04330763
	2011	0,274953004	0,05919977	0,11226625	0,41364947	0,784339	0,05535399
	2012	0,253452598	0,03528931	0,0673102	0,41833038	0,7977979	0,039587017
	2013	0,220309373	0,01249159	0,02521786	0,40612015	0,8194631	0,018146796
	2014	0,259788563	0,03639755	0,0674364	0,42852143	0,793788	0,027068259

المصدر : من إعداد الطالب بالإعتماد على القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة

ملحق رقم (03) : نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية

نموذج الإنحدار التجميعي PRM

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/10/16 Time: 21:17
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.131153	0.017213	7.619234	0.0000
X	-0.146057	0.038250	-3.818450	0.0007

R-squared	0.342423	Mean dependent var	0.079335
Adjusted R-squared	0.318938	S.D. dependent var	0.070284
S.E. of regression	0.058003	Akaike info criterion	-2.792307
Sum squared resid	0.094201	Schwarz criterion	-2.698893
Log likelihood	43.88460	Hannan-Quinn criter.	-2.762423
F-statistic	14.58056	Durbin-Watson stat	1.522257
Prob(F-statistic)	0.000682		

نموذج الآثار الثابتة FEM

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/10/16 Time: 21:22
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.154225	0.029699	5.193004	0.0000
X	-0.211088	0.078105	-2.702627	0.0124

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.426234	Mean dependent var	0.079335
Adjusted R-squared	0.306699	S.D. dependent var	0.070284
S.E. of regression	0.058522	Akaike info criterion	-2.661980
Sum squared resid	0.082195	Schwarz criterion	-2.381741
Log likelihood	45.92971	Hannan-Quinn criter.	-2.572329
F-statistic	3.565780	Durbin-Watson stat	1.696723
Prob(F-statistic)	0.014934		

تابع للملحق رقم (03)

نموذج الآثار العشوائية REM

Dependent Variable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/10/16 Time: 21:23
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.131153	0.017367	7.551685	0.0000
X	-0.146057	0.038593	-3.784597	0.0007

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.058522	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.342423	Mean dependent var	0.079335
Adjusted R-squared	0.318938	S.D. dependent var	0.070284
S.E. of regression	0.058003	Sum squared resid	0.094201
F-statistic	14.58056	Durbin-Watson stat	1.522257
Prob(F-statistic)	0.000682		

Unweighted Statistics

R-squared	0.342423	Mean dependent var	0.079335
Sum squared resid	0.094201	Durbin-Watson stat	1.522257

اختبار LM

Lagrange multiplier (LM) test for panel data
Date: 04/21/16 Time: 18:04
Sample: 2009 2014
Total panel observations: 30
Probability in ()

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	0.448135 (0.5032)	7.809468 (0.0052)	8.257603 (0.0041)

اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.917167	1	0.3382

ملحق رقم (04) : نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي والربحية الإجمالية

نموذج الإنحدار التجميعي PRM

Dependent Variable: Y1
Method: Panel Least Squares
Date: 04/10/16 Time: 21:24
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.179302	0.017039	10.52275	0.0000
X	-0.205554	0.037864	-5.428773	0.0000

R-squared	0.512803	Mean dependent var	0.106375
Adjusted R-squared	0.495403	S.D. dependent var	0.080829
S.E. of regression	0.057417	Akaike info criterion	-2.812625
Sum squared resid	0.092307	Schwarz criterion	-2.719212
Log likelihood	44.18938	Hannan-Quinn criter.	-2.782741
F-statistic	29.47158	Durbin-Watson stat	1.301938
Prob(F-statistic)	0.000009		

نموذج الآثار الثابتة FEM

Dependent Variable: Y1
Method: Panel Least Squares
Date: 04/10/16 Time: 21:25
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.175247	0.029982	5.845075	0.0000
X	-0.194126	0.078850	-2.461955	0.0214

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.557851	Mean dependent var	0.106375
Adjusted R-squared	0.465737	S.D. dependent var	0.080829
S.E. of regression	0.059080	Akaike info criterion	-2.642981
Sum squared resid	0.083772	Schwarz criterion	-2.362742
Log likelihood	45.64472	Hannan-Quinn criter.	-2.553330
F-statistic	6.056075	Durbin-Watson stat	1.429509
Prob(F-statistic)	0.000923		

تابع للمحق رقم (04)

نموذج الآثار العشوائية REM

Dependent Variable: Y1
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/10/16 Time: 21:25
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.179302	0.017533	10.22643	0.0000
X	-0.205554	0.038961	-5.275900	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	0.059080	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.512803	Mean dependent var	0.106375
Adjusted R-squared	0.495403	S.D. dependent var	0.080829
S.E. of regression	0.057417	Sum squared resid	0.092307
F-statistic	29.47158	Durbin-Watson stat	1.301938
Prob(F-statistic)	0.000009		

Unweighted Statistics

R-squared	0.512803	Mean dependent var	0.106375
Sum squared resid	0.092307	Durbin-Watson stat	1.301938

اختبار LM

Lagrange multiplier (LM) test for panel data
Date: 04/21/16 Time: 18:04
Sample: 2009 2014
Total panel observations: 30
Probability in ()

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	0.607438 (0.4358)	9.256898 (0.0023)	9.864336 (0.0017)

اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.027789	1	0.8676

ملحق رقم (05) : نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول

نموذج الإنحدار التجميعي PRM

Dependent Variable: Y2
Method: Panel Least Squares
Date: 04/10/16 Time: 21:27
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.471415	0.028069	16.79498	0.0000
X	0.188930	0.062372	3.029066	0.0052

R-squared	0.246811	Mean dependent var	0.538444
Adjusted R-squared	0.219911	S.D. dependent var	0.107086
S.E. of regression	0.094582	Akaike info criterion	-1.814368
Sum squared resid	0.250479	Schwarz criterion	-1.720955
Log likelihood	29.21553	Hannan-Quinn criter.	-1.784485
F-statistic	9.175243	Durbin-Watson stat	0.460402
Prob(F-statistic)	0.005227		

نموذج الآثار الثابتة FEM

Dependent Variable: Y2
Method: Panel Least Squares
Date: 04/10/16 Time: 21:27
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.611435	0.020959	29.17226	0.0000
X	-0.205737	0.055122	-3.732412	0.0010

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.876897	Mean dependent var	0.538444
Adjusted R-squared	0.851251	S.D. dependent var	0.107086
S.E. of regression	0.041301	Akaike info criterion	-3.358999
Sum squared resid	0.040939	Schwarz criterion	-3.078760
Log likelihood	56.38498	Hannan-Quinn criter.	-3.269348
F-statistic	34.19181	Durbin-Watson stat	1.798352
Prob(F-statistic)	0.000000		

تابع للمحق رقم (05)

نموذج الآثار العشوائية REM

Dependent Variable: Y2
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/10/16 Time: 21:28
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.584680	0.037013	15.79660	0.0000
X	-0.130322	0.050986	-2.556052	0.0163

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.070210	0.7429
Idiosyncratic random	0.041301	0.2571

Weighted Statistics

R-squared	0.140523	Mean dependent var	0.125733
Adjusted R-squared	0.109828	S.D. dependent var	0.052295
S.E. of regression	0.049340	Sum squared resid	0.068163
F-statistic	4.577969	Durbin-Watson stat	1.065306
Prob(F-statistic)	0.041243		

Unweighted Statistics

R-squared	-0.457932	Mean dependent var	0.538444
Sum squared resid	0.484846	Durbin-Watson stat	0.149768

اختبار LM

Lagrange multiplier (LM) test for panel data
Date: 04/21/16 Time: 18:04
Sample: 2009 2014
Total panel observations: 30
Probability in ()

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	11.11290 (0.0009)	0.020324 (0.8866)	11.13322 (0.0008)

اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	12.959902	1	0.0003

ملحق رقم (06) : نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية

نموذج الإنحدار التجميعي PRM

Dependent Variable: Y3
Method: Panel Least Squares
Date: 04/10/16 Time: 21:29
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.832308	0.026956	30.87665	0.0000
X	-0.564672	0.059899	-9.427019	0.0000

R-squared	0.760415	Mean dependent var	0.631973
Adjusted R-squared	0.751858	S.D. dependent var	0.182342
S.E. of regression	0.090831	Akaike info criterion	-1.895284
Sum squared resid	0.231009	Schwarz criterion	-1.801871
Log likelihood	30.42926	Hannan-Quinn criter.	-1.865400
F-statistic	88.86869	Durbin-Watson stat	0.236728
Prob(F-statistic)	0.000000		

نموذج الآثار الثابتة FEM

Dependent Variable: Y3
Method: Panel Least Squares
Date: 04/10/16 Time: 21:29
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.743799	0.013428	55.39143	0.0000
X	-0.315198	0.035315	-8.925402	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.982573	Mean dependent var	0.631973
Adjusted R-squared	0.978942	S.D. dependent var	0.182342
S.E. of regression	0.026460	Akaike info criterion	-4.249488
Sum squared resid	0.016804	Schwarz criterion	-3.969248
Log likelihood	69.74232	Hannan-Quinn criter.	-4.159837
F-statistic	270.6299	Durbin-Watson stat	1.802394
Prob(F-statistic)	0.000000		

تابع للمحق رقم (06)

نموذج الآثار العشوائية REM

Dependent Variable: Y3
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/10/16 Time: 21:29
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 30
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.748163	0.044917	16.65647	0.0000
X	-0.327498	0.034650	-9.451519	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.095997	0.9294
Idiosyncratic random	0.026460	0.0706

Weighted Statistics

R-squared	0.747000	Mean dependent var	0.070668
Adjusted R-squared	0.737964	S.D. dependent var	0.053732
S.E. of regression	0.027505	Sum squared resid	0.021183
F-statistic	82.67182	Durbin-Watson stat	1.435189
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.626265	Mean dependent var	0.631973
Sum squared resid	0.360358	Durbin-Watson stat	0.084366

اختبار LM

Lagrange multiplier (LM) test for panel data
Date: 04/21/16 Time: 18:04
Sample: 2009 2014
Total panel observations: 30
Probability in ()

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	40.10016 (0.0000)	1.288295 (0.2564)	41.38846 (0.0000)

اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.255462	1	0.0712

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews7

ملحق رقم (07) : الجدول الإحصائي لـ Durbin-Watson

n	$k=1$		$k=2$		$k=3$		$k=4$		$k=5$	
	d_1	d_2	d_1	d_2	d_1	d_2	d_1	d_2	d_1	d_2
15	1,08	1,36	0,95	1,54	0,82	1,75	0,69	1,97	0,56	2,21
16	1,10	1,37	0,98	1,54	0,82	1,73	0,74	1,93	0,62	2,15
17	1,13	1,38	1,02	1,54	0,90	1,71	0,78	1,90	0,67	2,10
18	1,16	1,39	1,05	1,53	0,93	1,69	0,82	1,87	0,71	2,06
19	1,18	1,40	1,08	1,53	0,97	1,68	0,86	1,85	0,75	2,02
20	1,20	1,41	1,10	1,54	1,00	1,68	0,90	1,83	0,79	1,99
21	1,22	1,42	1,13	1,54	1,03	1,67	0,93	1,81	0,83	1,96
22	1,24	1,43	1,15	1,54	1,05	1,66	0,96	1,80	0,86	1,94
23	1,26	1,44	1,17	1,54	1,08	1,66	0,99	1,79	0,90	1,92
24	1,27	1,45	1,19	1,55	1,10	1,66	1,01	1,78	0,93	1,90
25	1,29	1,45	1,21	1,55	1,12	1,66	1,04	1,77	0,95	1,89
26	1,30	1,46	1,22	1,55	1,14	1,65	1,06	1,76	0,98	1,88
27	1,32	1,47	1,24	1,56	1,16	1,65	1,08	1,76	1,01	1,86
28	1,33	1,48	1,26	1,56	1,18	1,65	1,10	1,75	1,03	1,85
29	1,34	1,48	1,27	1,56	1,20	1,65	1,12	1,74	1,05	1,84
30	1,35	1,49	1,28	1,57	1,21	1,65	1,14	1,74	1,07	1,83
31	1,36	1,50	1,30	1,57	1,23	1,65	1,16	1,74	1,09	1,83
32	1,37	1,50	1,31	1,57	1,24	1,65	1,18	1,73	1,11	1,82
33	1,38	1,51	1,32	1,58	1,26	1,65	1,19	1,73	1,13	1,81
34	1,39	1,51	1,33	1,58	1,27	1,65	1,21	1,73	1,15	1,81
35	1,40	1,52	1,34	1,58	1,28	1,65	1,22	1,73	1,16	1,80
36	1,41	1,52	1,35	1,59	1,29	1,65	1,24	1,73	1,18	1,80
37	1,42	1,53	1,36	1,59	1,31	1,66	1,25	1,72	1,19	1,80
38	1,43	1,54	1,37	1,59	1,32	1,66	1,26	1,72	1,21	1,79
39	1,43	1,54	1,38	1,60	1,33	1,66	1,27	1,72	1,22	1,79
40	1,44	1,54	1,39	1,60	1,34	1,66	1,29	1,72	1,23	1,79
45	1,48	1,57	1,43	1,62	1,38	1,67	1,34	1,72	1,29	1,78
50	1,50	1,59	1,46	1,63	1,42	1,67	1,38	1,72	1,34	1,77
55	1,53	1,60	1,49	1,64	1,45	1,68	1,41	1,72	1,38	1,77
60	1,55	1,62	1,51	1,65	1,48	1,69	1,44	1,73	1,41	1,77
65	1,57	1,63	1,54	1,66	1,50	1,70	1,47	1,73	1,44	1,77
70	1,58	1,64	1,55	1,67	1,52	1,70	1,49	1,74	1,46	1,77
75	1,60	1,65	1,57	1,68	1,54	1,71	1,51	1,74	1,74	1,77
80	1,61	1,66	1,59	1,69	1,56	1,72	1,53	1,74	1,51	1,77
85	1,62	1,67	1,60	1,70	1,57	1,72	1,55	1,75	1,52	1,77
90	1,63	1,68	1,61	1,70	1,59	1,73	1,57	1,75	1,54	1,78
95	1,64	1,69	1,62	1,71	1,60	1,73	1,58	1,75	1,56	1,78
100	1,65	1,69	1,63	1,72	1,61	1,74	1,59	1,76	1,57	1,78

n : حجم العينة (عدد المشاهدات)

k : عدد المتغيرات المستقلة في النموذج (الثابتة مقصاة)

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على مراجع الدراسة

الفهرس

الفهـــــــرس

الإهداء.....III
الشكر.....IV
الملخص.....V
قائمة المحتويات.....VI
قائمة الجداول.....VII
قـائمة الأشكال البيانية.....VIII
قائمة الإختصارات والرموز.....IX
قائمة الملاحق.....X
المقدمة .....أ
الفصل الأول : مفاهيم أساسية حول المردودية والرافعة المالية 1
تمهيد:..... 2
المبحث الأول : المردودية، الرافعة المالية.....3
المطلب الأول : مردودية الأموال الخاصة.....3
الفرع الأول : مفهوم وأنواع المردودية.....3
الفرع الثاني : المركبات الأساسية للمردودية المالية..... 5
المطلب الثاني : ماهية الرافعة المالية.....7
الفرع الأول : مفهوم الرفع في الإدراة المالية.....7
الفرع الثاني : الصيغة الرياضية لأثر الرافعة المالية.....8
الفرع الثالث : حالات أثر الرافعة المالية.....9
المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول الرفع المالي والمردودية المالية..... 11
المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة..... 12
الفرع الأول : الدراسات العربية.....12
الفرع الثاني : الدراسات الأجنبية..... 14
المطلب الثاني : موقع الدراسة من الدراسات السابقة.....15....
خلاصة الفصل..... Erreur ! Signet non défini.
الفصل الثاني : دراسة تطبيقية لأثر الرفع المالي على المردودية المالية لعينة من الشركات البترولية الجزائرية
..... Erreur ! Signet non défini.
تمهيد.....20

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدارسة..... 21
المطلب الأول : المنهج، مجتمع وعينة الدراسة 21
الفرع الأول : منهجية الدراسة والنموذج المستخدم..... 21
الفرع الثاني : مجتمع وعينة الدراسة.....22
المطلب الثاني : متغيرات الدراسة، مصادر البيانات وطريقة معالجتها..... 23
الفرع الأول : متغيرات الدراسة..... 23
الفرع الثاني : جمع البيانات ومعطيات الدراسة..... 24
الفرع الثالث : مراحل الدراسة.....24
المبحث الثاني : نتائج الدراسة ومناقشتها.....25
المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة التطبيقية.....25
الفرع الأول : عرض نتائج نسب المردودية ومركباتها ونسبة الرافعة المالية..... 25
الفرع الثاني : . عرض نتائج دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية.....28
المطلب الثاني : تحليل نتائج الدراسة ومناقشتها.....36
الفرع الأول : تحليل نتائج الدراسة.....36
الفرع الثاني : مناقشة نتائج الدراسة.....43
خلاصة الفصل.....45
الخاتمة 46
قائمة المراجع 51
المـــلاحق.....54
الفهـــرس.....66