

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبة

تخصص: مالية مؤسسة

بـعـنـوان:

دراسة أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة

"دراسة تطبيقية على الشركات المسعرة المدرجة في بورصة الجزائر

خلال الفترة (2014-2019)

من اعداد الطلبة : كويرة شيماء \_ حفيان راوية

أمام اللجنة المكونة من السادة:

- الأستاذ: رشيد حفصي (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة ) رئيسا.  
الأستاذ: دادن عبد الوهاب (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا.  
الأستاذ: سمير بوختلة (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة ) مناقشا.

نوقشت بتاريخ: 2022/06/11

السنة الدراسية 2021 / 2022



## الاهداء

الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله.

إلى نبع العنان والحب الخالص إلى مثلي الأعلى والتي الجنة تحت أقدامها

أمي ربها الله وأدامها تاج فوق رؤوسنا.

إلى رمز العطاء والسخاء أحن وأفضل رجل وعلى الإطلاق إلى القدوة

الحسنة التي اقتدي بها أبي العزيز.

أسمى معاني الحب إلى اخواتي فاطمة الزهراء، صبرينة، دنيا والى أخي العزيز أسامة

إلى كل الأصحاب والأحاب إلى جميع الصديقات والصدقات بالجامعة موسم 2021.2022

إلى من شاركته إنجاز هذا العمل المتواضع صديقتي راوية

كويرة شيماء





## اهداء

الى ملائكتي في الحياة الى معنوي العبد والعنان الي بسمة حياتي وسر وجودي .....الى من كان دماؤها سر

نجاحي وحنانها بلسو جراحي الي صاحبة القلب الناصع "امي الغالية"

الى من كلله الله بالهبة و الوفاق الي من علمني العطاء دون انتظار الي من احمل اسمه بكل افتخار نبع

الحب والامل الي ذو القلب الكبير "ابي العزيز"

الى سندي و قوتي وملاذي بعد الله عز وجل ....الى اجمل ما منعتني الدنيا إخوتي و اخواتي الغاليين

الى اجمل براعم في الدنيا "جنى ,ياسر ,وانل ,شهاب "

الى كل فرد من عائلتي الي جميع اصدقائي و صديقاتي .

الى صديقتي شيماء التي شاركتني تعب هذه المذكرة

اليكم جميعا اهدي هذا العمل المتواضع .

راوية حفيان





## شكر وتقدير بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله الذي علم بالقلم، علم الانسان ما لم يعلم، والصلاة والسلام على سيدنا وحيينا محمد وعلى آله وصحبه  
اجمعين

نحمد الله عز وجل الذي الهمنا الصبر و الثبات و امدنا بالقوة و العزم على مواصلة مشوارنا الدراسي و توفيقه لنا على  
انجاز هذا العمل، فنحمدك اللهم و نشكرك على فضلك و نسالك البر و التقوى و من العمل ما ترضى، و سلام  
على حبيبه و خليه الامين عليه ازكى الصلاة و السلام.

ونخص بالذكر أستاذنا الفاضل أطال الله في عمره وأمدته بالصحة والعافية الأستاذ دادنة عبد الوهاب الذي تفضل  
بالإشراف على درستنا فجزاه الله عنا وعن العلم خير الجزاء، وكما نتقدم بجزير الشكر الى الأستاذ شعوي محمود فوزي  
على الجهودات الجبارة التي بذلها من اجل اثناء هذه الدراسة واتبعتها معنا خطوة بخطوة

كما نتوجه بالشكر والامتنان الى جميع الأساتذة وطلبة قسم المحاسبة والمالية

كما نتقدم بأحر تشكراتنا الى كل من جاهد من اجل رفع راية العلم والمعرفة

وفي الأخير نسأل الله عز وجل أن يجعلنا ممن يكثر ذكره ويحفظ أمره وأن يغمر قلوبنا بمحبته ويرضى عنا.



## الملخص

هدفت هذه الدراسة الى معرفة تأثير الرافعة المالية على المردودية المالية، وذلك من خلال تطبيقها على الشركات المسعرة في بورصة الجزائر، حيث تم أخذ عينة مكونة من خمس شركات خلال فترة زمنية ممتدة من 2014 إلى 2019، بهدف التعرف على أثر الرفع المالي على المردودية المالية لهذه الشركات.

حيث تم استخدام أسلوب البيانات الطويلة "panel data" لدراسة العلاقة بين الرفع المالي كمتغير مستقل والمردودية المالية كمتغير تابع رئيسي بالإضافة الى متغيرات تابعة فرعية أخرى تمثلت في مركبات المردودية المالية، بالاعتماد على برنامج Eviews13.0، توصلت الدراسة الى عدة نتائج ومن أهمها: توجد علاقة إحصائية بين الرفع المالي (LF) والمردودية المالية (RF) ومركبتها المتمثلة في نسبة الربحية الاجمالية ومعدل دوران الأصول مع وجود علاقة خطية عكسية بين الرفع المالي والنسبة هيكلية.

الكلمات الدالة: رافعة مالية، مردودية مالية، مركبات المردودية، شركات مسعرة.

### Résumé:

L'objectif de cette étude était de connaître l'impact de l'effet de levier sur la rentabilité financière en l'appliquant aux entreprises cotées en Bourse d'Alger.

. Un échantillon de cinq entreprises a été prélevé au cours de la période de 2014 à 2019 pour déterminer l'incidence de l'effet de levier sur la rentabilité financière de ces entreprises.

La méthode de données de panel" a été utilisée pour examiner la relation entre l'effet de levier en tant que variable indépendante et la rentabilité financière en tant que variable dépendante majeure ainsi que d'autres variables dépendante , à savoir, les composantes financière, en s'appuyant sur logiciel Eviews13.0.

L'étude a abouti à plusieurs résultats, dont les plus importants sont :

Une corrélation statistiquement significative entre l'effet de levier (LF) et la rentabilité financière (RF) et ces composantes : rentabilité brute et rotation des actifs avec une relation linéaire inverse entre l'effet de levier et le ratio de structure de financement.....

Mots-clés : Levier financier, Rentabilité financière, rentabilité brute, rotation des actifs, le ratio de structure de financement.

## قائمة المحتويات

II	الاهداء
III	الاهداء
IV	شكر وتقدير
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الاشكال
X	قائمة الرموز و الاختصارات
XI	قائمة الملاحق
ب	مقدمة عامة:
2	الفصل الأول: الإطار النظري لرفع المالي والمردودية المالية
2	تمهيد:
3	المبحث الأول: الادبيات النظرية للرفع المالي ومردودية الأموال الخاصة
16	المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الرفع المالي والمردودية المالية
24	خلاصة الفصل:
26	الفصل الثاني: دراسة تطبيقية لأثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر
26	تمهيد:
27	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
33	المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها

56	.....: خلاصة الفصل
59	..... الخاتمة العامة
67	..... الملاحق
83	..... الفهرس

## قائمة الجداول

الصفحة	البيان	رقم الجدول
11	انواع الرفع المالي	1-1
21	مقارنة بين الدراسات السابقة.	2-1
33	الشركات المدرجة في بورصة الجزائر	1-2
34	المتغيرات المعتمدة في الدراسة	2-2
35	الوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة للمؤسسات خلال الفترة (2014-2019)	3-2
42	معاملات نموذج العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية باستخدام النماذج الثلاثة	4-2
43	نتائج اختبار Hausman و R. Fixed Effect بين الرفع المالي والمردودية المالية	5-2
43	نتائج العلاقة بين الرفع المالي ونسبة الربحية الاجمالية باستخدام النماذج الثلاثة	6-2
44	نتائج اختبار Hausman و R. Fixed Effect بين نسبة الرفع المالي و نسبة الربحية الاجمالية	7-2
45	نتائج العلاقة بين الرفع المالي ونسبة معدل دوران الأصول باستخدام النماذج الثلاثة	8-2
46	نتائج اختبار Hausman و R.fixed Effect بين نسبة الرفع المالي نسبة معدل دوران الأصول	9-2
46	نتائج العلاقة بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية باستخدام النماذج الثلاثة	10-2
47	نتائج اختبار Hausman و R.fixed Effect بين نسبة الرفع المالي ونسبة النسبة الهيكلية	11-2

## قائمة الاشكال

الصفحة	البيان	رقم الشكل
16	الحالات الممكنة لأثر الرفع المالي على المردودية المالية	1-1
31	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	1-2
36	الوسط الحسابي لنسبة الرافعة المالية للشركات	2-2
36	تطور نسب المردودية المالية للشركات محل الدراسة خلال فترة الدراسة	3-2
37	تطور مركبات المردودية المالية للشركات خلال فترة الدراسة	4-2
38	تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي والمردودية المالية	5-2
39	تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي و الربحية الاجمالية	6-2
40	تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي و معدل دوران الاصول	7-2
41	تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية	8-2
49	مناطق القبول و الرفض لاختبار Durbin-Watson	9-2

## قائمة الرموز والاختصارات

الملائمة	الاختصارات
المردودية المالية	<b>Rcp/Rf</b>
الرفع المالي	<b>LF</b>
المردودية الاقتصادية	<b>RE</b>
النتيجة الصافية	<b>Rent</b>
الأموال الخاصة	<b>CP</b>
الديون	<b>D</b>
النتيجة العملياتية	<b>Roper</b>
تكلفة الاستدانة	<b>I</b>
معدل الضريبة على أرباح الشركات	<b>IS</b>
نموذج الانحدار التجميعي	<b>PRM</b>
نموذج الاثار الثابتة	<b>FEM</b>
نموذج الاثار العشوائية	<b>REM</b>

## قائمة الملاحق

الصفحة	البيان	رقم الملحق
67	البيانات المحاسبية لعينة الدراسة خلال الفترة (2014-2019)	1
72	حساب متغيرات العينة المدروسة	2
74	نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي و المردودية المالية .	3
79	نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي و الربحية الاجمالية	4
85	نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي و نسبة دوران الاصول	5
89	نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي و النسبة الهيكلية .	6
93	الجدول الاحصائي لدارين واسطون	7

# مقدمة

### مقدمة عامة:

إن الهدف الأساسي الذي تصبو إلى تحقيقه أي مؤسسة اقتصادية هو الاستمرارية، والبقاء في السوق سواء كانت عمومية أو خاصة، كبيرة أو متوسطة أو صغيرة، ومن أجل تحقيق هذا الهدف عليها أن تقوم بجملة من الإجراءات، واستعمال العديد من الوسائل في كيفية اختيارها لطرق التمويل المناسبة لها، وتحديد البديل الأحسن من طرق التمويل، أي المقارنة بين كل بديل من خلال عائد، التكلفة الناتجة عنه.

حيث أصبحت الإدارة المالية في المؤسسة تعتمد على النظرية الحديثة وتهتم هذه الأخيرة بالطرق والكيفيات التي تمكن من الحصول على هذه الموارد المالية بأقل التكاليف الممكنة عكس النظرية التقليدية التي تهتم فقط بالحصول على الأموال الضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة لذلك تعتبر مسألة التمويل من اعقد المسائل التي تواجه المسير المالي لان من مسؤوليته توفير الموارد المالية والأموال الضرورية لتغطية احتياجات كل أنشطة المؤسسة.

فمن خلال عملية الرفع المالي تسعى المؤسسة دائما الى تحقيق نسب عالية من مردودية الأموال الخاصة وبأقل المخاطر لان نمو المؤسسة مرتبط بمدى قدرتها على تحقيق مردودية عالية.

ومن اجل تقييم الأداء المالي للمؤسسات ومعرفة مدى انسجامها وقدرتها على تحقيق أهدافها سوف تستعين بمؤشرات الأداء المالي ولخصر الموضوع سنعتمد في دراستنا على مؤشر من المؤشرات الا وهو المردودية باستعمال الرفع في رأس المال وهذا الأخير يسمح بأعطاء صورة او مقارنة عن المردودية المالية باعتبارها اهم مؤشرات الأداء المالي.

### إشكالية الدراسة:

على ضوء ما سبق تتضح معالم اشكالية دراسة والتي يمكن طرحها على النحو التالي:

ما مدى تأثير الرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة في الشركات المدرجة في السوق المالي الجزائري خلال الفترة من (2014 الى 2019)؟

ولمعالجة هذه الإشكالية والإحاطة بجوانبها عمدنا الى تقسيمها الى الأسئلة الفرعية التالية:

- كيف يؤثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة خلال فترة 2014 الى 2019؟
- هل يوجد تأثير للرفع المالي على نسبة الربحية الإجمالية خلال فترة 2014 الى 2019؟
- هل يوجد تأثير للرفع المالي على معدل دوران الأصول خلال فترة 2014 الى 2019؟
- هل يوجد تأثير للرفع المالي على نسبة الهيكالية؟

### فرضيات الدراسة:

- 1- توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي مقاسا بالديون المالية إلى إجمالي الأموال الخاصة ونسبة المردودية المالية للشركات المسعرة بالبورصة.
- 2- توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي ونسبة الربحية الإجمالية.
- 3- توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول.
- 4- توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية.

### اهداف الدراسة:

تتجه الدراسة الى تحقيق الاهداف التالية:

- توضيح دور الرفع المالي في زيادة المردودية المالية للمؤسسات.
- التعرف على المفاهيم الأساسية للرفع المالي والمردودية المالية ومركباتها.
- دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسات.
- اختبار العلاقة بين نسبة الرافعة المالية والمردودية المالية للمؤسسات الموجودة في بورصة الجزائر.

### أهمية الدراسة:

للموضوع أهمية ذات طبيعة علمية من خلال مساهمته النظرية والتطبيقية في ابراز تأثير الرفع المالي على المردودية المالية. كما يبين أيضا كيفية تطبيق هذا المؤشر على أرضية الواقع للوصول إلى نتائج تشخيص الوضعية الفعلية للمؤسسة، ومن ثم تحديد نقاط القوة لتشجيعها ونقاط الضعف لمعالجتها.

### اسباب اختيار الموضوع:

- ✓ ميول الباحث للتعرف أكثر على الرفع المالي وتأثيره على المردودية بصفة عامة والرغبة في التعمق في الموضوع وتحديدًا في الجانب التطبيقي للدراسة.
- ✓ معرفة مدى تطبيق الإطار النظري والواقع العملي أي نسبة تجسيد أدوات التسيير المالي في الواقع.
- ✓ الميل الذاتي إلى التعرف على الرفع المالي وكيفية تأثيرها على مردودية المؤسسة.

### حدود الدراسة:

الحدود المكانية: لقد تم إسقاط الجانب النظري لهذا البحث على المؤسسة محل الدراسة مؤسسات موحدة ببورصة الجزائر  
الحدود الزمانية: تمثلت الحدود الزمنية للدراسة من سنة 2014-2019.

### المنهج المتبع:

من اجل الإجابة على إشكالية الدراسة قمنا باستخدام المنهج الوصفي في دراسة حالة وذلك لدراسة العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية مستخدمين الأساليب الإحصائية بالإضافة استخدام أسلوب البيانات الطويلة "panel data". بينما الأدوات المستخدمة والمساعدة في الوصول إلى النتائج تمثلت في برنامج Excel وكذلك البرنامج الإحصائي Eviews 13.0.

### مرجعية الدراسة:

تم الاعتماد في الدراسة على عدد من المراجع، من بينها الكتب، الرسائل الجامعية، بعض مواقع الانترنت لأخذ فكرة عن موضوع الدراسة، إضافة إلى القوائم المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر المتمثلة في الميزانيات المالية، جدول حسابات النتائج.

### صعوبات الدراسة:

من بين الصعوبات التي واجهتنا في إعداد هذا البحث:

- ✓ ضيق الوقت الممنوح لإعداد البحث.
- ✓ صعوبة الحصول على الكتب والمذكرات من الارضية الخاصة لمكتبة الجامعة.
- ✓ صعوبة الحصول على القوائم المالية الصحيحة لكل مؤسسة.

### هيكل الدراسة:

تمت هذه الدراسة وفقا لما تفضيه البحوث في هذا المجال وجاءت في شكل مقدمة عامة كمدخل للموضوع، وفصلين الأول يحتوي 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

## الفصل الأول: الإطار النظري لرفع المالي والمردودية المالية

### تمهيد:

ان الهدف الأساسي من انشاء مؤسسة هو تحقيق اقصى قيمة ممكنة من الأرباح (المردودية) من خلال الأنشطة التي تقوم بها، حيث تعد المردودية المالية أداة لقياس فعالية وأيضا مقياس لمعرفة الوضعية المالية للمؤسسة عن طريق تقييم مختلف العمليات والأنشطة الاقتصادية لاتخاذ القرارات المناسبة والسليمة.

تتعدد استخدامات المردودية من انما أداة لقياس الفعالية الاقتصادية لنشاط المؤسسة وكونها معيار لاتخاذ القرارات وتعتبر وسيلة لقياس أثر الاقتراض والاستدانة وتعرف هذه الأخير انما من اهم المواضيع التي تحتتم بها الادارات المالية للمؤسسات كونها تحدد الكميات التي تحتاجها من الأموال ونوعيتها.

ومن ناحية اخرى نجد ان مؤشر الرافعة المالية يوضح مدى مساهمة الاستدانة في الرفع من مردودية الأموال الخاصة للمؤسسة أي الرفع من عوائد المساهمين ومن هنا تم تقسيم الفصل إلى:

**المبحث الاول:** تقديم وتعريف المردودية، الرفع المالي.

**المبحث الثاني:** الدراسات السابقة حول الرفع المالي والمردودية.

## المبحث الأول: الادبيات النظرية للرفع المالي ومردودية الأموال الخاصة.

تشير المردودية على قدرة المؤسسة على تحقيق نتيجة مرضية باستعمال راس مالها، مع العلم ان الهدف الأساسي للإدارة هو تعظيم قيمتها السوقية لذلك تقوم مجموعة من الاليات بغرض التأثير على المردودية المالية للمؤسسة على المدى الطويل والقصير عن طريق اختيار الهيكل المالي الأمثل والتحكم في التكاليف ومنه تبرز العلاقة للرفع المالي كأحد الأساليب التي تتطرق لها المؤسسة لتحسين مردودية أموال الخاصة بها.

## المطلب الأول: جوهر مردودية الأموال الخاصة.

تعتبر المردودية ذلك التكامل بين عناصر المؤسسة المادية والمعنوية باعتبار كل العوامل التي يمكن ان تؤثر عليها وعلى أهدافها المرادة ومن خلال ما سبق سنتطرق في هذا المطلب للمفاهيم الأساسية للمردودية.

## الفرع الأول: ماهية المردودية المالية

### أولاً: مفهوم المردودية:

مع اختلاف وجهات النظر حول إعطاء مفهوم شامل للمردودية ومن بين هذه التعاريف الواردة عن المردودية:

- تعرف على أنها " ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية.<sup>1</sup>
- كما تعرف المردودية على أنها قدرة المؤسسة على تحقيق الوفر النقدي أي مدى القدرة على زيادة الأرباح، مع ضمان المحافظة على رأس المال وكذا ضمان دفع فوائد القروض ومن خلال ما سبق نحدد المفهوم الشامل للمردودية على أنها المقدار الذي يعبر عن النسبة بين النتيجة التي تحققها المؤسسة وبين الوسائل المستخدمة للوصول الى هذه النتيجة.<sup>2</sup>
- كما تعرف على أنها "العلاقة بين النتيجة المحصلة، والإمكانات المتاحة للمؤسسة".<sup>3</sup>

### ثانياً: أهداف المردودية:

- المردودية عبارة عن مركب ينشأ عن عدة عناصر معتمدا على هدفها، تعريفها ومقياسها، ينتهي تحليل المردودية إلى أن كل عملية منفذة تترجم عن طريق مواجهة من جانب آخر المقبوضات والمدفوعات، ومن ثم تؤدي إلى ربح أو خسارة.<sup>4</sup>
- وتهدف المردودية إلى:<sup>5</sup>
- قياس كفاءة ورشد استخدام الموارد من أجل تعظيم عوائدها مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة.

<sup>1</sup> الياس بن ساسي، يوسف قريشي، ذهبية بن عبد الرحمان، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء الأول، دار وائل للنشر، الأردن عمان، الطبعة الثالثة، 2019، ص315

<sup>2</sup> أحلام لحول، تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة، ص54

<sup>3</sup> الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دروس وتطبيقات، الجزء الأول، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2011، ص265

<sup>4</sup> الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر3، 2012، ص94

<sup>5</sup> الجوزي غنية، مرجع سابق، ص 94

- تأمين تشغيل وتطوير المؤسسة عن طريق إنماء الموارد المتاحة.
- تحقيق الحد الأدنى منها يمثل شرط لا بديل له لدعم وصيانة التوازن المالي للمؤسسة.
- تخصيص الأموال للأفضل الاستخدامات.
- ضمان إشباع الاحتياجات الدنيا لكل القوى المنتجة في المؤسسة.
- قياس القدرة الداخلية التمويل الاحتياجات المستقبلية للمؤسسة.

ثالثا: خصائص المردودية: تتميز مردودية المؤسسة بما يلي:<sup>1</sup>

- تحليها يمثل محاولة رشيدة في مقابلة النتائج بالموارد المستخدمة، مما يسمح بإصدار حكم على مستوى دخولها أي كفايتها حتى يمكن تعظيم مكافأة كل الأطراف المشاركة.
- لا تستشعر المؤسسة الحاجة الملحة إليها في كل لحظة من حياتها.
- ظاهريا هدفها متعارض مع اليسر والسيولة المالية خاصة في الأجل القصير، بينما في الواقع هما هدفان متكاملان لأن تأمين الحد الأدنى من السيولة لا يأتي إلا بالمردودية المناسبة.
- مفهومها يرتبط بالمؤسسة فلا يمكن إسناد تحقيقها لشخص بعينه إلا أنه يمكن أن تكون نسبية وجزئية وتقسيمية.
- تشخيصها يؤثر على السياسات المختلفة كثيرا، كسياسة الاستثمار (الإهلاك، المخصصات) ، السياسة المالية (المديونية، الدائنة) ، والسياسة الضريبية (التحاسب والمعدل الضريبي) .

#### الفرع الثاني: قياس المردودية

تخضع مردودية المؤسسة الى عاملين هما:

المردودية = النتيجة المتحصل عليها خلال فترة زمنية معينة

الوسائل المستعملة للوصول لهذه النتيجة

ويمكن التعبير عن نتيجة المؤسسة انطلاقا من:

نتيجة الاستغلال: تعبر عن قدرة المؤسسة على تحصيل نتيجة من خلال نشاطها الإنتاجي من سلع وخدمات.

نتيجة النشاط: حيث تقيس قدرة المؤسسة على تكوين نتيجة بمقارنة بمجموعة من نواتجها وتكاليفها سواء تعلق النشاط بدورة الاستغلال او خارج الاستغلال.

القيمة المضافة: والتي تقيس الثروة الحقيقية التي تنشئها المؤسسة ومن خلال وظيفتها الإنتاجية من سلع او خدمات.

<sup>1</sup> .بوطغان حنان، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة 20 اوت سكيكدة، 2007 ، ص22

اما الوسائل المستعملة: فتأخذ ابعاد مختلفة ومجالات متعددة أيضا، فبعضها أيضا متوفر في الميزانية المالية للمؤسسة.

- أهمية قياس المردودية المالية: إن المردودية المالية ليست مجرد هدف فقط، بل هي أيضا وسيلة لتحقيق الاستراتيجية كتطوير وتوسيع المؤسسة مثلا، أو خلق منتجات جديدة، ولها دور تكميلي للحفاظ على توازن المؤسسة وهي أساس لتقييمها وبالتالي التعرف على مراكز القوة والضعف فيها.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: مراقبة المردودية

إن مراقبة المردودية عملية جد هامة بالنسبة للمؤسسة حيث تتمكن من خلالها من تصحيح الانحرافات بسرعة، وفي وقت قصير، وهذه تستلزم إجراءات منها:

- وضع تقديرات مفصلة على النتائج المالية والاقتصادية في إمكانية حدود المؤسسة.
- تحديد فوري للانحرافات وهذا بمقارنة النتائج المحققة بالنتائج المقدرة وتحليل مصادر الخلل وأسبابه سواء داخلية أو خارجية.
- اتخاذ الإجراءات التي من شأنها أن تنقذ من حدة هذه الانحرافات بحيث تكون هذه الاجراءات مدروسة ومناقشة من أجل الاقتراب إلى مسار الأهداف الموضوعية، أو تحديد أهداف أخرى.<sup>2</sup>
- إن مراقبة المردودية عملية مستمرة تكون على أساس الوثائق والمعلومات المحاسبية، ولا تقع هذه العملية كليا على المسير المالي بل يتحمل مراقبة التسيير الجزء الأول من المردودية فقد يتعدى اهتمامه إليها أي المردودية المالية والاقتصادية وذلك باستخدام التقنيات التقديرية هي:<sup>3</sup>
  - ✓ نظام نقدي للمعلوماتية كوضع الميزانية التقديرية.
  - ✓ مصلحة الدراسات الاقتصادية.
  - ✓ تحليل النتائج عن طريق المحاسبة التحليلية.

### المطلب الثاني: أنواع المردودية

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

### الفرع الأول: المردودية الاقتصادية

■ المردودية الاقتصادية (Re): la Rentabilité économique .

تتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي وتستبعد الأنشطة الثانوية وتلك ذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر الدورة التشغيلية ممثلة بالنتيجة التشغيلية من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية، وتقاس بمعدل المردودية

<sup>1</sup> راضية بوزنادة، تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة، ص13

<sup>2</sup> مسعودي سمية، اثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة ام البواقي، ص.44

<sup>3</sup> ميلي ميلودة، أثر الرفع المالي على مردودية الاموال الخاصة ودرجة المخاطرة، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016، ص18.

الاقتصادية<sup>1</sup> بمعنى اخر تقيس الفعالية في استخدام الأصول الموضوعه تحت تصرف المؤسسة، وتقاس ايضا من خلال رصيد الفائض الإجمالي للاستغلال وتسمى بالمردودية الاقتصادية الإجمالية لأنها تتحقق قبل عمليات الإهلاك، العمليات المالية وعمليات التوزيع<sup>2</sup> وتعطى بالعلاقة:

معدل المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية

أي ان (RE) تساوي الى :

$$RE = R_{exp} (1-t) / AE$$

حيث:

RE = المردودية الاقتصادية      AE = الأصل الاقتصادي

T = معدل الضريبة      R<sub>exp</sub> = نتيجة الاستغلال

وجب على المؤسسة أن تعمل على تحقيق نسب مستحسنة للمردودية الاقتصادية وذلك من خلال التحكم في أرباحها ونتائجها وكذا حسن استغلال مجموع أصولها وهذا ما يدخل ضمن إطار الاستراتيجية العامة للمؤسسة.

### الفرع الثاني: المردودية المالية

▪ المردودية المالية (RF): la Rentabilité Financière

تعرف انها "النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، وهي عبارة عما تقدمه الوحدة الواحدة المستثمرة من أموال المساهمين من الربح الصافي"<sup>3</sup> و تهتم 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:

مردودية الأموال الخاصة = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

<sup>2</sup> ز عيب مليكة، بوشنيقر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة 6، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، 2011، ص53

<sup>3</sup> سماح بن دومة، أثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة،

2015، ص5

ومنه:

$$RCP = Rnet / CP$$

حيث تحدد العلاقة أعلاه، مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع مستوى الأموال الخاصة، ويمكن بقراءة معمقة تعريف مردودية الأموال الخاصة على أنها معدل المردودية الاقتصادية بعد الضريبة عند مستوى استنادة معدوم.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: المركبات الأساسية للمردودية المالية

يمكن استخراج المركبات الأساسية لمعدل المردودية المالية، نقوم بإعادة كتابة العلاقة الرياضية مع إدراج رقم الأعمال

والأصول الاقتصادية، وذلك على النحو التالي:

مردودية الأموال الخاصة = (النتيجة الصافية / رقم الأعمال)

×

(رقم الاعمال / الأصول الاقتصادية)

×

(الأصول الاقتصادية / الأموال الخاصة)

$$RF = (Rnet/CA) \times (CA/AE) \times (CA/CP)$$

ولذلك يمكن تحليل المردودية إلى ثلاث مركبات أساسية والمتمثلة في معدل الربحية الإجمالية ومعدل دوران الأصول

الاقتصادية والنسبة الهيكلية والتي نعرفها باختصار كالتالي:

معدل الربحية الإجمالي (Rent / CA): هذا المعدل يقيس ربحية المؤسسة انطلاقا من إجمالي أنشطتها حيث يتم فيه مقارنة النتيجة الصافية برقم الأعمال، ويتم به قياس فعالية السياسة التجارية، وبحسب انطلاقا من جدول حسابات النتائج بالعلاقة التالية:

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 317

معدل الربحية الإجمالية = النتيجة الصافية / رقم الأعمال

"ويعتبر هذا المعدل من مؤشرات قياس الأداء، ويظهر قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح صافية مقارنة برقم الأعمال؛ أي قدرة المؤسسة على تحويل إيراداتها الإجمالية إلى ربح صافي وقدرتها على التحكم في التكاليف الإجمالية."<sup>1</sup>

معدل دوران الأصول الاقتصادية (CA/AE) : يقيس هذا المؤشر قدرة مساهمة الأصول الاقتصادية على تحقيق رقم الأعمال، وذلك بمعدل تقارن فيه بين مستوى الأصول الاقتصادية المستثمرة لتحقيق رقم أعمال معين؛ ويُمكن هذا المعدل من حساب عدد المرات التي يتكرر فيها رقم الأعمال بنفس الحجم ليغطي الأصول الاقتصادية، بشكل يمكن مُتخذ القرار المالي من مراقبة الجدوى الاقتصادية للأموال المستثمرة في الدورة الاقتصادية وإمكانية تصحيحها لتحقيق الأهداف المسطرة.<sup>2</sup>

ويحسب انطلاقاً من الميزانية وجدول حسابات النتائج بالعلاقة التالية:

معدل دوران الأصول = رقم الأعمال / الأصول الاقتصادية

النسبة الهيكلية (AE/CP): تقيس التركيبة المالية للمؤسسة، وذلك بمقارنة مستوى الأموال الخاصة إلى إجمالي الأصول الاقتصادية ويُمكن هذا المعدل من حساب عدد المرات التي تتكرر فيها الأموال الخاصة بنفس المستوى لتغطي الأصول الاقتصادية، أي تعطي للمُسيّر المالي فكرة حول مساهمة الأموال الخاصة في تمويل الاحتياجات المالية مُثلة في الأصول الاقتصادية<sup>3</sup>. وتحسب انطلاقاً من الميزانية الاقتصادية بالعلاقة التالية:

النسبة الهيكلية = الأصول الاقتصادية / الأموال الخاصة

ويمكن توضيح المعادلات الممكنة للمردودية المالية وتقييمها كالآتي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 287

<sup>2</sup> مسعودي سمية، مرجع سابق، ص 42

<sup>3</sup> تودرت أكلي، التحليل المالي، في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماجستير م، جامعة الجزائر 3، 2009، ص 61

<sup>4</sup> اسمهان جبالي، أثر الرفعة المالية على الأداء المالي للمؤسسات الخدمائية، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة، 2018، ص 22

(RF)  $\geq 0\%$  ← لا توجد مردودية مالية؛

(RF)  $\geq 5\%$  ← مردودية مالية ضعيفة

(RF)  $\geq 10\%$  ← مردودية متوسطة

(RF)  $\leq 10\%$  ← مردودية مرتفعة ومرضية.

بعد تحليل المردودية المالية نلخص 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 اختيار السياسة المالية التي تتوافق مع إمكانياتها وتلبي لها احتياجاتها الضرورية<sup>1</sup>. 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.

-المُقارنة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية: يمكن أن تكون مؤسسة مردودية اقتصادية جيدة،

ومردودية مالية رديئة، وعكسياً، يمكن أن تتمتع مؤسسة ذات مردودية اقتصادية ضعيفة بمردودية مالية جيدة

تعتبر الرافعة المالية إحدى وسائل التحليل والتسيير المالي الأكثر تداولاً لدى مسؤولي المؤسسات ويشكل

مفهومها أحد الاهتمامات الأساسية للمسيرين والمساهمين وخاصة فيما يتعلق بمردودية الأموال الخاصة للمؤسسات

المالية والمتغيرات المصاحبة لها.

**المطلب الثالث: البية الرفع المالي**

**الفرع الأول: جوهر أثر الرافعة المالي.**

**أولاً: مفهوم الرفع المالي.**

— من أهداف المؤسسة دوماً هو تحقيق النمو مع تقليل مختلف المخاطر المالية بحيث لا تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة بإفراط كي لا تتأثر المردودية والاستقلالية المالية لها، ومنه قبل التطرق لتعريف أثر الرفع المالي نعرف معنى الرفع<sup>2</sup>.

— هو استخدام التكاليف في الرفع مما يتيح عنه زيادة في العائد والمخاطرة وان كمية الرفع في الهيكل المالي «ديون وأموال خاصة»، يمكن أن يؤثر بشكل كبير على قيمة المؤسسة عن طريق تأثيرها على كل من العائد ومخاطر المؤسسة.

**ثانياً: تعريف الرفع المالي.**

<sup>1</sup> ميلي ميلودة، مرجع سبق ذكره، ص5

1.Hirt Geottrey etstanleyBlock ,Foundations Of Financial management ,Paris ,1997,p134.

تعرف الرافعة المالية بأنها مدى او نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الاقتراض في عمليات المؤسسة من اجل تمويل احتياجاتها المالية، وتزداد كلما ازداد اعتماد المؤسسة على استخدام أموال الغير لتمويل رأسمالها المستثمر من اجل تحقيق دخل مرتفع لأصحاب المؤسسة أو مساهميها.<sup>1</sup>

— تعني كلمة رافعة في علم الطبيعة والفيزياء استخدام أداة صغيرة لرفع أشياء ثقيلة نسبياً، أما في علم الإدارة المالية فيقصد به استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع ويشمل مفهوم الرفع ثلاثة مجالات وهي الرفع المالي الرفع التشغيلي والرفع الكلي أو بما يسمى الرفع المشترك.<sup>2</sup>

— ويشير الرفع المالي أيضاً إلى استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة إيراح التشغيل قبل الفوائد والضرائب وهو عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم.<sup>3</sup>

الرفع المالي هو الاستخدام المحتمل للتكاليف المالية الثابتة من اجل تعظيم التغييرات التي تحصل في الارياح التشغيلية.<sup>4</sup>

— كما تعرف على أنها "نسبة التغير التي تحدث في عائد السهم العادي "EPS" بسبب تغير بنسبة معينة تحدث في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب "EBIT".<sup>5</sup>

— وتعرف أيضاً على أنها "استخدام الاستدانة لزيادة القدرة الاستثمارية للمؤسسة سواء كانت مؤسسة معنوية او شخصية".<sup>6</sup>

— كما يجب التمييز بين الرافعة المالية والرافع التشغيلية والرافعة الكلية حيث تمثل هذه الاخيرة التأثير المشترك لكل من الرافعة المالية والتشغيلية ويمكن تحديد ملامح الأنواع الثلاث من الروافع من خلال الرجوع إلى قائمه الدخل قائمه الإرياح والخسائر التي يظهرها الجدول أدناه :

1 - هيثم محمد الزغبى، الادارة والتحليل المالي، عمان، الاردن، دار الفكر للطباعة والنشر، 2000، ص 282.

2 - بسام محمد الاغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير، الجامعة الاسلامية غزة فلسطين، ص77.

3 - ماجي مرصلي، أثر استخدام رافعتي التشغيل والمالية في تخطيط ربحية المشاريع الاستثمارية، جامعة الطاهر مولاي سعيدة، 2017، ص59.

4 عادل صالح الراوي، محمد مزعل حميد، أهمية الرافعة التشغيلية و المالية في تعظيم ارباح المشاريع الصناعية، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4 العدد 9 ص 314.

5 محمد مطر، التحليل المالي والائتماني، عمان، دار وائل للنشر، 2003، ص 230.

6 - بسام محمد الاغا، مرجع سبق ذكره، ص 87.

الجدول رقم : ( 1-1 ) : انواع الرفع المالي

رافعة تشغيلية	$\text{الايادات او المبيعات الصافية (SR)} = (\text{الكمية } Q * \text{السعر})$
	$\text{تكلفة البضاعة المباعة} = (\text{الكمية } Q * \text{التكلفة المتغيرة } CV)$
	$\text{اجمالي الربح (GP)} =$
	$\text{التكاليف التشغيلية الثابتة (FOC)}$
	$\text{الارباح قبل الفوائد و الضرائب (EBIT)}$
رافعة مالية	$\text{الفوائد (I)}$
	$\text{الربح قبل الضريبة (EBT)}$
	$\text{الضرائب (T)}$
	$\text{الدخل الصافي (NI)}$
	$\text{المقسوم لحملة الاسهم الممتازة (PSD)}$
	$\text{حصصة السهم العادي الواحد من الربح (EPS)}$

المصدر: ترايكية ايمان، حناني ايمان، دراسة اثر الرفع المالي على المردودية المالية، جامعة ورقلة 2019 ، ص 15.

ثالثا: اهمية الرفع المالي

تقيس درجة الرفع المالي مدى تعرض المنشأة للمخاطر المالية ، و هي كذلك تعكس درجة التغير في عائد السهم \_  
<sup>1</sup> ويسمح الرفع المالي EBIT الواحد من أرباح التشغيل الناتجة عن التغير في نسبة أرباح التشغيل قبل الفوائد و الضرائب  
 بزيادة العوائد المتوقعة للمستثمر بصورة أكبر أيضا إذا أصبح الاستثمار بلا فائدة و لذلك من الضروري سداد أصل المبلغ  
 المقترض وكل الفوائد المستحقة على القرض.

<sup>1</sup> Akintoye, 2008, p 23.

#### رابعاً: مبدأ الرفع المالي

مبدأ الرافعة المالية هو انه عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار ديونها فإنها تحصل على النتيجة الاقتصادية، والتي يجب أن تكون اعلى من التكاليف المالية للاستدانة في هذه الحالة تحقق المؤسسة الفوائد تتمثل في الفرق بين المردودية و تكلفة الأموال المقترضة حيث يعود هذا الفائض على المساهمين ويرفع من مردودية الأموال الخاصة دون أن تتغير المردودية الاقتصادية وذلك في حالة ما إذا كانت المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة ، أما إذا كانت المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة ستشهد مردودية الأموال الخاصة عجزاً أو خسارة بدلا من تحقيق فائض، وبذلك تصبح مردودية الأموال الخاصة اقل من المردودية الاقتصادية وهذا ينعكس سلبا على قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني: الصيغة الرياضية لأثر الرافعة

للضريبة أثر واضح في حساب أثر الرافعة المالية حيث أن اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي وهذا لان الفوائد تطرح من الأرباح قبل حساب الضرائب والمؤسسات التي تدفع معدل ضريبة مرتفع تفضل مثلا التمويل بالاقتراب بدلا من التمويل عن طريق الأموال الخاصة لان الوفر الضريبي للمنشأة سيكون أكبر.  
يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية انطلاقا من المعطيات التالية:<sup>2</sup>

Roper : النتيجة العملياتية ;

Rnet : النتيجة الصافية ;

Re : المردودية الاقتصادية;

Rep : مردودية الاموال الخاصة ;

CP : الاموال الخاصة ;

D : الاستدانة الصافية ;

I : تكلفة الاستدانة;

IS : معدل الضريبة على أرباح الشركات ;

تحدد النتيجة الصافية بدلالة النتيجة العملياتية كالتالي:<sup>3</sup>

$$Rnet = (Roper - D \times i)(1 - Is)$$

و بقسمة طرفي المعادلة السابقة على الاموال السابقة على الاموال الخاصة cp نجد :

<sup>1</sup> Pierre vernimmen , Pascal quiry , yann finance d'entreprise , 8 éme édition , dalloz , Paris 2010 , p312

<sup>2</sup> الياس بن ساسي ويوسف قريشي ، مرجع سبق ذكره ، ص 286.

<sup>3</sup> اسماء ريم ، مدى تأثير الرافعة المالية على تقييم الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماستر ، غير منشورة ، جامعة قاصدي مرباح ص 34

$$\begin{aligned} R_{cp} &= \frac{R_{net}}{CP} = \frac{(R_{oper} - D \times i)(1 - IS)}{CP} \\ &= \frac{(R_{oper} - D \times i)(1 - IS)}{CP + D} \times \frac{CP + D}{CP} \\ &= \left( Re \times \frac{CP}{CP} + Re \times \frac{D}{CP} - i \times \frac{D}{CP} \right) (1 - IS) \end{aligned}$$

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية كالتالي:

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

حيث:

$(Re - i)$ : الهامش بين المردودية الاقتصادية و تكلفة الاستدانة.

$D/CP$ : الرافعة المالية و تقيس تركيز الهيكل المالي.

$XD (Re-i)/CP$ : أثر الرافعة المالية

فيكون لدينا:

مردودية الأموال الخاصة = مردودية الأموال الاقتصادية + أثر الرافعة.

وبالتالي:

أثر الرافعة المالية = مردودية الاموال الخاصة - المردودية الاقتصادية

### الفرع الثالث: حالات الرفع المالي:

إن الهدف الأساسي من حساب الرفع المالي هو دراسة أثر الاستدانة على المردودية المالية إذ أن للاستدانة جانبيين فهي تؤثر إيجاباً على المردودية كما يمكن أن تؤثر سلباً وهذا يتباين من مؤسسه إلى أخرى ويتم توضيح ذلك من خلال الحالات التالية:<sup>1</sup>

#### أولاً- حالة المؤسسة عديمة الاستدانة:

هي حالة نادرة الحدود إلى الاستدانة الخارجية ويمكن صياغة أثر الرفع المالية بهذا الشكل:

$$D=0 \rightarrow i = 0 \rightarrow R_{cp} = [Re + (Re - 0) \cdot \frac{0}{cp} \cdot (1 - Is)]$$

يتوضح في هذه الحالة انه لا وجود لأثر الرافعة المالية إذ تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية بعد انعدام الضريبة على الأرباح.

#### ثانياً- حالة المؤسسة المستدينة:

تساهم الاستدانة بشكل كبير في تحسين مستويات المردودية مما يؤدي إلى تحقيق نمو القدرة على تمويل الذاتي حيث يمكن اعتبارها أهم مصدر من مصادر التمويل وقد تقع المؤسسة في ثلاث حالات وجب التمييز بينها:

أ. حالة المردودية الاقتصادية اقل معدل الفائدة ( $Re < i$ ):

تتحقق هذه الحالة عندما يكون أثر الرافعة المالية سالبا ويعطى بالعلاقة التالية:

$$(Re - i) < 0 \rightarrow R_{cp} - Re = (Re - i) D / Cp > 0$$

وتنخفض مردودية الأموال الخاصة بزيادة اللجوء إلى الاستدانة وذلك سبب ارتفاع المصاريف المالية:

<sup>1</sup> مخلوف اسماء ، دراسة الية الرافعة المالية في تقييم الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماستر ، غير منشورة ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2013 ، ص 31.

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

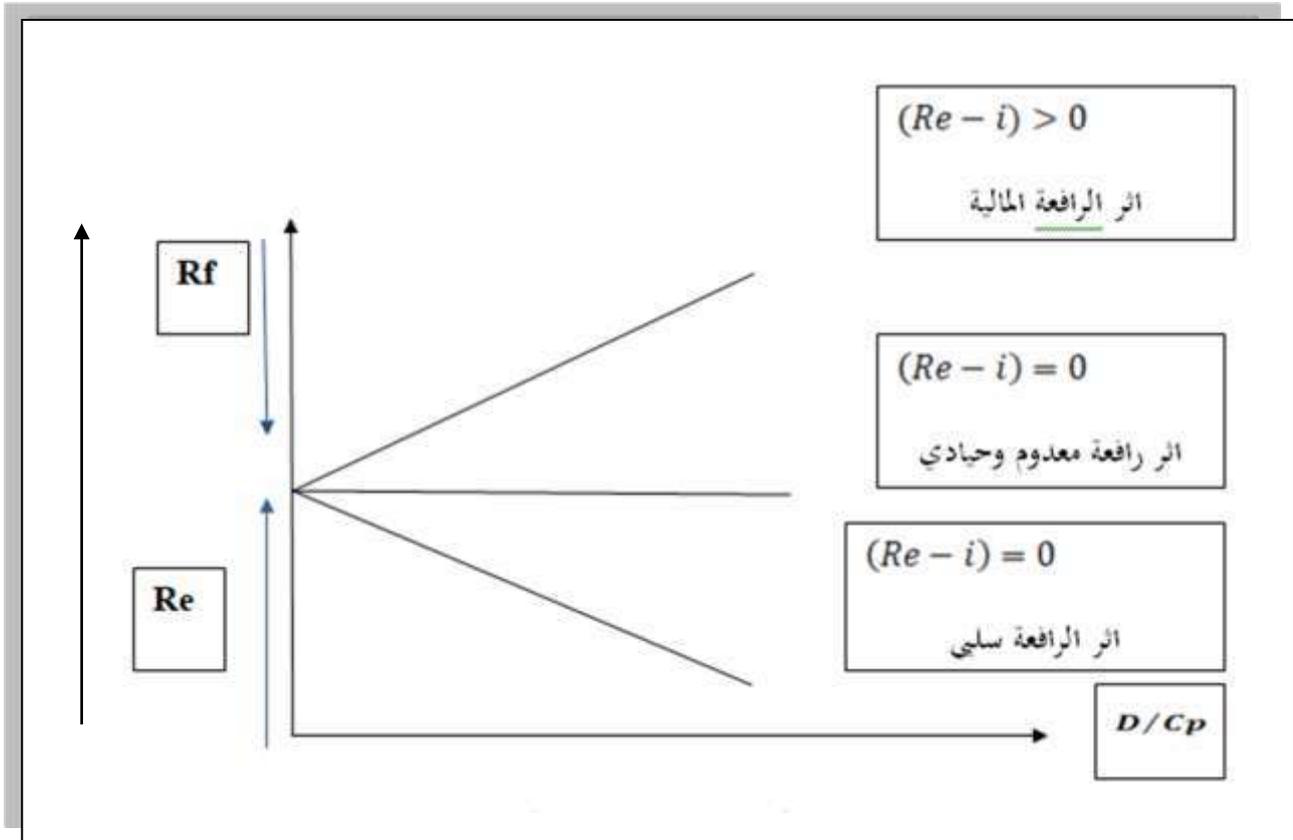
تؤدي هذه الوضعية الى تحييد أثر الرافعة المالية ، وحينها تتوحد دلالة كل من مردودية الاموال الخاصة والمردودية الاقتصادية بعد الضريبة وهي نفس حالة انعدام الاستدانة.

ج. حالة المردودية اعلى من معدل الفائدة  $(Re > i)$  :

يكون أثر الرافعة المالية موجبا عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة ويعطى بهذا الشكل:

$$(Re - i) > 0 \rightarrow R_{cp} - Re = (Re - i) D / cp > 0)$$

الشكل رقم (1.1): الحالات الممكنة لأثر الرفع المالي على المردودية المالية



المصدر: دادان عبد الغاني تحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات رسالة ماجستير، جامعة الجزائر 2004، ص 108

## 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 بغرض الأهداف ومن ثم مناقشة النتائج المتوسطة إليها بالإضافة إلى ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة .

### المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

وهي دراسات باللغة العربية وأخرى باللغة الأجنبية وهي كالتالي:

#### الرفع الأول: الدراسات العربية .

اولاً\_ دراسة وليد احمد الصافي شقير النوري موسى(2009)<sup>1</sup> بعنوان " الرافعة المالية واثارها في تنصيب السهم العادي من الأرباح المحققة ودرجة المخاطرة " .

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر الرفع المالي بدلالة درجة الرفع المالي ونسبة الدين إلى حقوق الملكية في كل من المخاطرة الكلية مقاسه بالانحراف المعياري للعوائد والنظامية مقاسة بمعامل بيتا والربحية، معبرا عنها بنصيب السهم العادي من الأرباح المحققة وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 31 مؤسسة صناعية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة الممتدة من عام 1999 إلى 2006 حيث تم استخدام برنامج التحليل الإحصائي معادلة الانحدار الخطي البسيط ومعادلة الانحدار الخطي المتعدد وقد أشارت النتائج إلى أن الرفع المالي مقاسا بدرجة الرفع المال يؤثر في كل من المخاطر النظامية والمخاطر الكلية للمؤسسات الصناعية أما الرفع المالي مقاسا بنسبة الدين إلى حقوق الملكية تبين أنه يؤثر في المخاطر النظامية ولا يؤثر في المخاطر الكلية، كما توصلت إلى أن الرفع المائي سواء مقاسا بدرجة الرافعة المالية أو بنسبة الدين إلى حقوق الملكية يؤثران في ربحية السهم العادي سلبا وهي علاقة عكسية ويمكن التفسير ذلك بسبب الزيادة في تكاليف التمويل التي تتحملها الشركات نتيجة زيادة حجم ديونها مما يؤثر سلبا على ربحية السهم العادي .

ثانياً\_ دراسة جميل حسين النجار 2013<sup>2</sup> بعنوان " مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة " . هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي وذلك وفقا لمقاييس الأداء التقليدية (العائد على الأصول العائد ROA، على حقوق الملكية ROE، العائد على المبيعات نمو المبيعات ROS، والقيمة السوقية للمؤسسة التي تم احتسابها وفقا لنموذج Tobinsq) ومعرفة أي منهم أكثر تأثرا بالرفع المالي حيث طبقت هذه الدراسة على عينة مكونة من 20 مؤسسة مدرجة في سوق فلسطين الأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2004\_ 2011 حيث تمت الاستعانة بنماذج الانحلال لتحليل البيانات ومعامل الارتباط لبييرسون.

<sup>1</sup> وليد احمد الصافي الشقيري نوري موسى، الرافعة المالية واثارها في نصيب السهم العادي من الارباح المحققة ودرجة المخاطرة ،مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 21، العراق، (2009) .

<sup>2</sup> جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة الأزهر، المجلد 15، العدد 1، غزة، فلسطين، (2013).

توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء التقليدية وكذلك أثر سلبي للرفع المالي على القيمة السوقية لمؤسسة حسب نموذج Tobinsq.

ثالثا\_ دراسة بداح محسن السبيعي (2012)<sup>1</sup> بعنوان "العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة الكويتية"

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم طبيعة العلاقة بين عناصر الهيكل المالي ممثلاً بالنسبة الربح المالي من جهة والعائد على الاستثمار من جهة أخرى، وذلك على مستوى كل قطاع من القطاعات الرئيسية الثلاث للاقتصاد الكويتي (المالي، الصناعي والخدمي) ولتحقيق هدف الدراسة واختبار الفرضيات فإن الباحث تعامل مع نوعين من البيانات هما البيانات الثانوية والبيانات الأولية، وتم تحليل بيانات لعينة عددها 54 شركة من الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة في السوق الكويتي للأوراق المالية وذلك على مدار الفترة الزمنية 2009\_2011 وتمت الاستعانة بحجم الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS في تحليل البيانات التي تم جمعها من خلال البيانات الواردة في القوائم المالية للشركات التي مثلت عينه دراسة. إذ تم استخدام الوسط الحسابي والانحراف المعياري وتم اختبار تحليل الانحدار البسيط واختبار تحليل التباين ANOVA اختبار شافيه Scheffee .

ومن أبرز نتائج هذه الدراسة وجود علاقة موجبه ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبه العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية المدرجة ضمن القطاعات الثلاث وان هذه العلاقة موجبه ، لكن بالنسبة للقطاعات الفردية كانت العلاقة أقوى بين المتغيرين لقطاع الصناعي يليه في ذلك القطاع الخدمي ثم بعد ذلك القطاع المالي .

وعلى ضوء تلك النتائج أوسط الدراسة بان تراعي الإدارة في شركات المساهمة العامة الكويتية لدى اتخاذ قراراتها التمويلية بين اختيار التركيب المثلى لهيكل رأس المال الذي يجعل التكلفة المرجح للأموال عند حدها الأدنى، والموازنة بين تكلفه الحصول على الأموال من جهة وعنصر مخاطرة.

رابعاً\_ دراسة احمد العلي (2018)<sup>2</sup> بعنوان "أثر الرفع المالي على السيولة والربحية".

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الرفع المالي على الربحية مقاسة بكل من معدل العائد على الأصول و معدل العائد على حقوق الملكية وكذلك أثر الرفع المالي على السيولة، مقاسة بكل من معدل التداول ومعدل التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية وقد تم اختيار عينة قضية من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية متمثلة بأربع شركات ما بين خدمية وصناعية الفترة الممتدة بين 2012\_2016 تم استخدام المنهج الوصفي في إجراء البحث وكذلك المنهج التجريبي القائم على صياغة فرضيات بحثية تحتاج إلى تأكيد من خلال البرنامج الاحصائي SPSS19 .

أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباطيه ذات دلالة معنوية بين الرفع المالي وكل من الربحية والسيولة في الشركات محل الدراسة بين الرفع المالي والربحية حيث يؤثر الرفع المالي طردا على ربحية الشركات محل الدراسة توجد علاقة دلالة معنوية بين الرفع المالي والسيولة ولكنها علاقة عكسية حيث يؤثر الرفع المالي سلبا على سيولة الشركات محل الدراسة 55,4 % وفقا لمعدل العائد على الأصول بينما يفسر 27.7 % لدى الشركات محل الدراسة.

<sup>1</sup> بداح محسن السبيعي، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في شركات المساهمة العامة الكويتية، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، (2012) .

<sup>2</sup> احمد العلي اثر الرفع المالي على السيولة والربحية ،مجلة جامعة البعث، المجلد 40 ، العدد ، 1 ، 2018 .

خامسا \_ دراسة مريم عباس المعنونة بعنوان " :تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام مؤشرات الرفع"<sup>1</sup>

هدفت الدراسة إلى التعرف على مؤشرات الرفع المالي وتأثير تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية اختارت الباحثة دراسة حالة لمؤسسة اقتصادية، مؤسسة ليندا غاز الجزائر، وحدة ورقلة خلال المدة | الممتدة ما بين 2010، 2007، فقد ركزت هذه الدراسة على الأداء المالي والمؤشرات المتحركة فيه في المؤسسات الاقتصادية، في هذه الدراسة التركيز كان على تحديد معايير تقييم الأداء المالي والمؤشرات المستخدمة في ذلك وتفسيرها، أما الدراسة الحالية فهي جزء من هذه الدراسة التي ستركز على نسبة الرفع المالي في تحليلها لعلاقة الرفع المالي بالمردودية المالية.

#### الفرع الثاني: الدراسات الأجنبية.

اولا \_ دراسة **Ge&Aivazian (2003)**<sup>2</sup> : بعنوان "تأثير الرافعة المالية على قرارات الاستثمار"

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية على قرارات الاستثمار، وأجريت على 863 شركة كندية من 1982 حتى 1999 لهذه الشركات معتمدة سجل الغرفة التجارية الكندية لعام 1999، واستخدمت هذه الدراسة طريقة الانحدار الخطي المتعدد لمعالجة العلاقة بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار. وتجدد الإشارة أن الدراسة اعتمدت على بديلين لقياس الرافعة المالية: الأول: هو القيمة الدفترية لمجموع الخصومة مقسوما على القيمة الدفترية لمجموع الأصول؛ أما الثاني: القيمة الدفترية لديون طويلة الأجل مقسوما على مجموعة الأصول. وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك تأثيرا سلبيا للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار وهي أكثر سلبية للشركات ذات فرص النمو المنخفض مقارنة بشركات ذات فرص النمو العالية.

ثانيا: دراسة **Leila Ghassab and Rasool Yari Fard and Nader Akhteghan**

**Xu Fengjn Maher (2013)**<sup>3</sup> تحت عنوان "العلاقة بين الرافعة المالية والربحية مع التركيز على تجنب الدخل في سوق

رأس المال الإيراني."

الغرض الرئيسي من هذا البحث هو دراسة تأثير الرافعة المالية على الربحية وأيضاً وجود التجانس في الشركات المدرجة في بورصة طهران. نظراً لأن التقارير المالية مهمة في التنبؤ واتخاذ القرارات المستخدمين، فقد تم في هذا البحث معالجة تأثير تجانس الدخل على الرفع المالي والربحية المالية خلال الفترة 2006 \_ 2010 في هذه الدراسة، تم اختيار 60 شركة مدرجة في بورصة طهران باستخدام طريقة القضاء المنهجي والتحليل اختبار الفرضيات باستخدام التقنيات الإحصائية الانحدار الخطي البسيط اختبار الارتباط بيرسون و **Zr** واستخدمت أخيراً نموذج **ECKEL** للتعرف على شركات التنعيم من غير التنعيم أكدت هذه النتائج البحثية بين

<sup>1</sup> مريم عباس، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام الرفع المالي، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة 2014

<sup>2</sup> : Aivazian & Ge, **The impact Of leverage on firm investment**, candian evidence, Journal corporate finance, June 2003.

<sup>3</sup> : Xu Fengju and Rassol yari Fard and Leila Ghassab Maher and Nader Akhteghan, **The relationship between financial leverage and profitability with an emphasis on income smoothing in Iran 's capital**, European Online Journal of Natural and Social Sciences, Volume 2, No 3, 2013 .

رافعه المالية والربحية في شركات المدرجة في البورصة ،وأظهرت أن شركات تعمل بشكل سلس وتشمل الربح التشغيلي ، الربح الإجمالي وصافي الربح تشير النتيجة الرئيسية للدراسة إلى أن على الرغم من العلاقة الكبيرة بين مجموعه متنوعه من الفرضيات البحثية في لشركات التعيم و غير التعيم توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية والربحية بين هاتين المجموعتين من الشركات .

### ثالثا: دراسة Dr. Nawaz Ahmad and Dr. Atif Salman and Dr. Aamir Firoz

Shamsi 2015<sup>1</sup>: "تحت عنوان تأثير الرفع المالي على ربحية الشركات قطاع الاسمنت في باكستان"

هذا البحث هو محاولة لإقامة علاقة بين الرافعة المالية والربحية لقطاع الاسمنت العاملة في باكستان. لهذا الغرض تم اخذ 18 من مصنعي الاسمنت من أصل 21 في الدراسة، وتم اخذ بيانات سنوية مدتها ست سنوات من عام 2005 إلى 2010 فيما يتعلق بالرفع المالية والربحية لشركات المذكورة في الاعتبار. حجم العينة لثمانية عشر شركة لمدة ست سنوات يتكون من 108 ملاحظات. يتم تطبيق نموذج Square Leaste العادي على البيانات تأسيس علاقة سببية بين المتغيرات وجدت الدراسة أن الرافعة المالية لها تأثير معاكس إحصائيا على الربحية عند فاصل الثقة 99% .

رابعا: دراسة (Kenn Ndubuisi 2019)<sup>2</sup>: تحت عنوان تأثير الرافعة المالية على نمو أرباح شركات غير المالية المدرجة في نيجيريا .

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة أثر الرافعة المالية على نمو الأرباح في نيجيريا باستخدام إجمالي نسبة الدين إلى رأس المال ونسبة الدين إلى حقوق الملكية ،تكلفة الدين ،نسبة الدين إلى أصول ونسب الدين إلى رأس المال طويل الأجل كمتغيرات لرفع المالية لعينة من 80 شركة غير مالية مدرجة في البورصة النيجيرية خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2015. تم تحليل البيانات باستخدام نموذج تحليل انحدار البيانات الذي يتضمن نموذج الانحدار المجمع الثابت نموذج التأثير ونموذج التأثير العشوائي. يتم اختيار النموذج المناسب بين التأثير الثابت والتأثير العشوائي باستخدام اختبار Hausman .وفقا لنتائج الأبحاث نلخص إلى أن الرافعة المالية له تأثير كبير على نمو أرباح الشركات في نيجيريا وأيضا أن هناك علاقة كبيرة بين معدل التضخم ومعدل الأرباح ولكن العلاقة مع الفائدة وأسعار الصرف على الرافعة المالية الشركات المقتبسة في نيجيريا .تختلف طبيعة العلاقة عن بعضها البعض وتم الإبلاغ عن وجود علاقة إيجابية بالنسبة إلى إجمالي الدين إلى نسبة رأس المال، و نسبة الدين إلى الأصول ونسب الدين إلى رأس المال طويل الأجل والعلاقة السلبية بالنسبة لنسبة الدين إلى حقوق الملكية وتكلفة الدين ،لذلك نوصي بأن تجد كل شركة مقتبسة في نيجيريا مزيجا من الدين إلى رأس مال الأسهم الذي يناسبهم و الذي يمكن أن يصبح هيكل رأس المال الأمثل الخاص بهم ليكون قادرا على تحقيق أقصى قدر من الأرباح بأقل تكلفة ممكنة .

خامسا: دراسة Margaret Olang 2015 تحت عنوان " تأثير الرفع المالي على ربحية الشركات المدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية".

سعت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير النفوذ المالي على ربحية الشركات المدرجة في NSE تم استخدام تصميم البحوث السببية على العينة المستهدفة من 66 شركة مسجلة. تم استخدام تقنية أخذ العينات لتحديد حجم عينة من 30 شركة مسجلة للقيام بتحليل اجراء البيانات باستخدام الإحصاء الوصفي والاستدلالي تم استخدام الإحصاء الوصفي لاختبار مدى طبيعية البيانات تم إجراء

<sup>1</sup> : Dr.Nawaz Ahmed and Dr . Atif Salman and Dr . Aamir Firoz shamsi . impact of Financial Leverage on firm's Profitability An Investigation from Sector of Pakistan ,Research Journal of Finance and Accounting , Volume 6, No 7, 2015 .

<sup>2</sup> : kenn Ndubuisi Effect of financial leavarge on profit growth of quoted non –financial firms Nigeria , J fin Mark , Volume 3, No 1, 2019 .

إحصاءات استقصائية على البيانات باستخدام نموذج الانحدار أوضحت الدراسة أن حجم الشركة له تأثير هام من الناحية الإحصائية على ربحية الشركات المدرجة بقيمة صافية قدرها 002,0. من ناحية أخرى لم تكن فرص السيولة والنمو ذات دلالة إحصائية تشير إلى قيم 0,062 و 914,0 على التوالي، هذا يعني أنه ليس لها تأثير كبير على ربحية الشركات المدرجة في NSE.

### المطلب الثاني: موقع الدراسة من الدراسات السابقة

الجدول التالي يمثل اهم مواطن الاختلافات والتشابه بين الدراسات السابقة والدراسة المتطرق لها حاليا:

الجدول رقم (1. 2) مقارنة بين الدراسات السابقة.

الدراسة	الهدف	عينة الدراسة	الحدود الزمانية والمكانية	المتغيرات المستقلة/ المتغيرات التابعة	ادوات تحليل الاحصائي	البرنامج الاحصائي	النتائج
<b>الدراسات العربية</b>							
د.وليد احمد الصافي و د. شقيري النوري	قياس أثر الرفع المالي على كل من المخاطرة الكلية والنظامية وعائد السهم	31 شركة	سوق عمان للفترة 1999_ 2006	الرفع المالي EPS/ المخاطرة (النظامية، الكلية)	الانحدار الخطي البسيط والمتعدد	spss	وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي وربحية السهم العادي
بداح محسن السبيعي	تقييم العلاقة بين عناصر الرفع المالي و العائد على الاستثمار	54 شركة	سوق كويت للفترة 2009- 2011	الرفع المالي / العائد على الاستثمار	- الانحدار البسيط تحليل التباين	spss	وجود علاقة موجبة ذات دلالة احصائية بين نسبة الرفع المالي ونسبة
						Anova Scheff ee	

العائد على الاستثمار							
وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي ومقاييس الاداء التقليدية	غير مشار اليه	معامل الارتباط لبيرسون ، نماذج الانحدار الخطي المتعدد	الرفع المالي / الاداء المالي	سوق فلسطين للفترة 2004-2011	20 شركة	هدفت الى اختبار العلاقة بين الرفع المالي والاداء المالي	جميل حسن النجار
وجود علاقة ارتباطية ذات دلالة معنوية بين الرفع المالي وكل من الربحية والسيولة	SPSS	المنهج الوصفي والتجريبي	الرفع المالي / الربحية والسيولة	سوق دمشق للاوراق المالية للفترة 2012-2016	04 شركات	تهدف الى معرفة أثر الرفع المالي على كل الربحية والسيولة	د. احمد العلي
							الدراسات الاجنبية
وجود تأثير سلبي للرافعة المالية على تكلفة التمويل	SPSS	الانحدار الخطي المتعدد	الرفع المالي / تكلفة التمويل	كندا للفترة 1982-1999	863 شركة	قياس أثر الرافعة المالية على قرارات الاستثمار	Aivazian & Ge
توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين الرافعة	SPSS	- الانحدار الخطي البسيط - اختبار	الرافعة المالية / الربحية	بورصة طهران للفترة 2006-2010	60 شركة	يهدف إلى دراسة تأثير الرافعة	Xu fengju And Rasool yari

المالية و الربحية		ارتباط بيرسون - نموذج Eckel				المالية على الربحية	<b>And Leila Maher And Nader Akhtegha Dr Nawaz</b>
الرافعة المالية لها تأثير معاكس احصائيا على الربحية عند فاصل الثقة 99%	غير مشار اليه	نموذج Least Square العادي	الرفع المالي / الربحية	قطاع الاسمنت باكستان للفترة 2005- 2010	18 شركة	تهدف الدراسة الى محاولة إقامة علاقة بين الرافعة المالية و الربحية	<b>Ahmed And Dr.Atif Salman And Aamir Firoz Shamsi</b>
الرافعة المالية لها تأثير كبير على نمو أرباح الشركات الغير مالية في بورصة نيجيريا	<b>SPSS</b>	- نموذج تحليل الانحدار البيانات	الرافعة المالية / أرباح شركات الغير مالية المدرجة في البورصة	بورصة نيجرية خلال فترة 2000- 2015	80 شركة	يهدف إلى دراسة تأثير الرافعة المالية على أرباح الشركات الغير مالية المدرجة في البورصة	<b>Kenn Ndubuisi</b>

هناك تأثير إيجابي لرفع المالي ونسب الربحية	SPSS	نموذج الانحدار المتعدد	الرفع المالي/ربحية الشركات المدرجة في البورصة	بورصة نبروي للأوراق المالية للفترة 2007-2011	30 شركة	تحديد تأثير النفوذ المالي على ربحية الشركات	Margar Olanget
--	------	------------------------	---	--	---------	---	----------------

من خلال الدراسات السابقة المتاحة التي تم عرضها أعلاه تشير أغلبها إلى أن هناك اختلاف في آراء الباحثين حول علاقة الرفع المالي بالعائد على الاستثمار وكذا تكلفة التمويل وقيمة المؤسسات بالإضافة إلى الربحية المخاطرة للمؤسسات الاقتصادية وهذا على غرار دراسات كل من أحمد الأغا **weding, Aivazian&Ge** التي ارتكزت على تقييم العلاقة بين الرفع المالي وتكلفة التمويل وتأثيرها على معدل العائد على الاستثمار، بينما دراسة **وليد احمد الصافي** هدفت إلى إبراز علاقة الرفع المالي ومدى تأثيره على عوائد الأسهم والمخاطرة بنوعيتها، أما فيما يخص دراسة **جميل حسن النجار ومحمد علي** فقد عالجت العلاقة بين الرفع المالي والأداء المللك كما تشترك معظم الدراسات بما فيها الدراسة الحالية في الأدوات والأساليب التي عالجت المواضيع حيث اعتمدت كلها على المنهج الوصفي والتحليل الاحصائي للبيانات والقوائم المالية للمؤسسات وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات. أما الدراسة الحالية تهدف إلى إيجاد العلاقة الإحصائية بين نسبة الرفع المالي مقاصد الأموال الخاصة على خلاف الدراسات التي أجريت على احتساب درجة الرفع المالي والمردودية المالية، وتمت الدراسة التطبيقية على عينة من المؤسسات المدرجة على مستوى بورصة الجزائر مكونة من خمسة شركات في الفترة الممتدة ما بين 2014 2019 اما الأساليب المستعملة في الدراسة فتكمن في استخدام النماذج Eviews13.0 .

## خلاصة الفصل:

تناولنا من خلال هذا الفصل الأدبيات النظرية والتطبيقية، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى مفاهيم عامة حول المردودية المالية مركباتها وكيفية قياسها، كما تناولنا أيضا الرفع المالي وأثرها وعلاقتها المردودية المالية. ويمكن تلخيص أهم النتائج التي تم التوصل إليها فيما يلي: على الرغم من اختلاف استخدامات وانواع المردودية إلى أنها تصب في مفهوم واحد الا وهو قياس فعالية وهذا بتوفير متطلبات ملائمة، أن المردودية هي سياسة لتحقيق معدلات نمو مرتفعة وفي حالة إذا ما واجهت المؤسسة عدة مخاطر مالية او تجارية قد تتخلى عن مبدأ الاستقلالية المالية وتوسع الاستدانة لتحسين المردودية. كما تطرقنا الى الرافعة المالية ونسب قياسها، حيث تبين أن الصورة التي تعكس مدى اعتماد المؤسسة على أدوات الإنتاج ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة. وتبين أن للرفع المالي تأثيران متضادان فهو يساهم في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية وفي نفس الوقت يساهم في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها من جرائه. أما فيما يخص المبحث الثاني فتناول فيه مجموعة من الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية التي لها علاقة بموضوع دراستنا وذلك من خلال استعراض أهم الجوانب الأساسية لهذه الدراسات والمتمثلة في الهدف من الدراسة، العينة المستخدمة، وطريقة المعالجة، وكذا ذكر أهم النتائج المتوسط إليها وفي الأخير قمنا بمقارنة هذه الدراسات بدراستنا السابقة.

# الفصل الثاني

دراسة تطبيقية لأثر الرفع المالي على المردودية

المالية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر

## الفصل الثاني: دراسة تطبيقية لأثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر

### تمهيد:

بعد التطرق في الفصل السابق للأدبيات النظرية وكذا العديد من الأدبيات التطبيقية - الدراسات الميدانية والتطبيقية - والتي لها صلة بموضوع بحثنا بصفة مباشرة وغير مباشرة، سنحاول في هذا الفصل والمتمثل في الدراسة التطبيقية اختبار مدى تطابق الجانب النظري مع الجانب التطبيقي والمقارنة بين نتائج دراستنا مع نتائج الدراسات السابقة، التي احدثت المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر كعينة. وذلك من خلال دراسة العلاقة بين المتغير المستقل (الرفع المالي) والمتغيرات التابعة (المردودية المالية، ومركباتها) وذلك من خلال تبني مجموعة من المؤسسات.

وبغية تحقيق ذلك واختبار مدى صحة فرضيات الدراسة سنقوم بتقسيم فصل الدراسة التطبيقية إلى ثلاث مباحث 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.

❖ في المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

❖ المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها

## المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

يتمثل الجزء التطبيقي لهذه الدراسة أساسا في معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات، وكيف تؤثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وذلك من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، حيث يشمل المبحث الطريقة المعتمد عليها في الدراسة والمصادر والبيانات المعتمدة، سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى الطريقة المعتمدة لدراسة هذا الموضوع من خلال المطلب الأول، إضافة إلى تحديد الأدوات المستعملة في جمع بيانات الدراسة ومعالجتها من خلال المطلب الثاني.

### المطلب الأول: المنهج وعينة الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى المنهجية الدراسة والنموذج المتبع، بالإضافة إلى المجتمع وعينة الدراسة.

### الفرع الأول: منهجية الدراسة والنموذج المستخدم

أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وبغرض تحقيق الهدف بخطوات منهجية صحيحة مع الإجابة على فرضيات الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي وأسلوب دراسة الحالة، كما تم استخدام أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Method من خلال استخدام ثلاثة نماذج هي:

نموذج الانحدار الجمع	Pooled Regression Model
ونموذج الآثار الثابتة	(FEM) Fixed Effects Model
نموذج الآثار العشوائي	(REM) Random-Effects Model

وحتى يمكن الاختيار بين أي من هذه النماذج ينبغي اختياره واستخدامه في التحليل سوف يتم تطبيق اختبارين: أولهما يسمى اختبار Redundant Fixed Effects من أجل الاختيار بين PRM و FEM أو REM، وثانيهما يسمى اختبار H المقترح من جانب Hausman (1978) ويستخدم من أجل الاختيار بين FEM و REM، وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews13.0.

لقد اكتسبت نماذج البيانات الطولية والتي تدعى أيضا بنماذج البانال 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.

### أولا- نموذج الانحدار التجميعي (PRM):

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات  $\beta_j$  و  $\beta_0$  ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل أي تأثير للزمن).

تستخدم طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معاملات 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  $\beta_0$  تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل  $\beta_j$  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  $\epsilon_{it}$  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  $\beta_0$  كمتغير عشوائي له معدل مقداره  $\mu$  .

### الفرع الثاني: المجتمع والعينة

تم الدراسة المتكون من مؤسسات المسعرة في البورصة الجزائر من سنة 2014 الى غاية 2019

### أولا: تقديم عام لبورصة الجزائر

تحتل الأسواق المالية درجة عالية من الأهمية في اقتصاديات الدول المتقدمة، فهي تعتبر بمثابة القلب النابض للاقتصاديات المعاصرة، حيث أن التنمية الاقتصادية تتوقف على مدى تطور أسواق الأوراق المالية لذلك كان من الضروري إنشاء بورصة الجزائر منذ سنة 1990 ، هذه البورصة مسؤولة عن إدارة وأمن وتعزيز السوق الجزائرية وسنداها الضمانية، ومن أجل أن تكون هذه المعلومات المالية مفيدة يجب أن تكون خالية من أي تلاعب محاسبي يمكن أن يخلق انطباع مضلل أمام جمهور مستخدمي القوائم المالية.

### 1. تعريف البورصة

تعرف البورصة بأنها سوق التعامل بالأوراق المالية يباع وشراء، أو هي سوق الأوراق المالية (السهم والسندات بكافة أنواعها وأشكالها).<sup>1</sup>

كما عرفت أيضا بأنها مجموعة العمليات التي تتم في مكان معين بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، سواء كان موضوع الصفقة حاضرا (وجود عينة منه) أو غائبا عن مكان العقد، أو حتى لا وجود له أثناء العقد، لكن يمكن أن يوجد.<sup>2</sup>

وتعرف أيضا بأنها سوق متكامل فعال تتوفر فيه الحرية الكاملة لقوى العرض والطلب لتتفاعل بيعا وشراء في ظل روح من المنافسة الكاملة، وبذلك فالبورصات تكتسب قدر كبير من الفاعلية عندما يكون الاقتصاد حرا وتفقد كثير من الفاعلية عندما يكون الاقتصاد مقيدة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون سنة نشر، ص61

<sup>2</sup> شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية) ، الطبعة الأولى، دار الفكر المعاصر، دمشق، بدون سنة نشر، ص62

<sup>3</sup> 2- محسن أحمد الخضير، كيف تتعلم البورصة في 42 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، بدون سنة نشر، ص16

## 2. خصائص البورصة

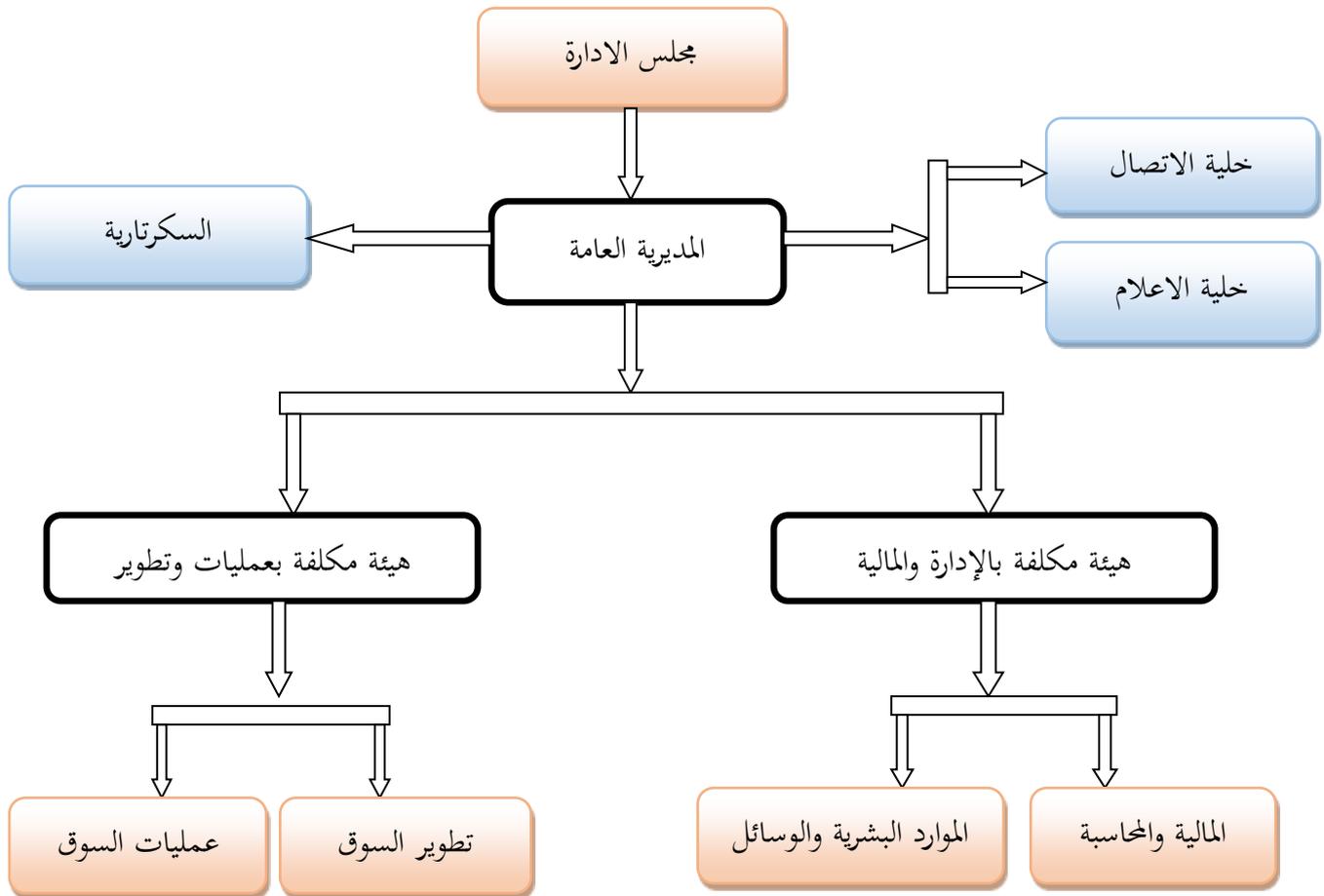
إن تطور التعامل في البورصة أدي بالضرورة إلى توافر مجموعة من الخصائص التي جعلت من عمل البورصة أداة حقيقية وفعالة لإتمام المعاملات، وهي كالآتي:

- من حيث المعاملات: لا يتصل البائعون والمشترون ببعضهم البعض بصورة مباشرة، وإنما يتم ذلك عن طريق وسطاء مخلصين؛
- من حيث طبيعة الأموال: تجري العمليات في البورصة دون استخدام الأسناد التي هي موضوع لها ودون حملها إلى البورصة بصفة فعلية، كما أنها من الأشياء المثلية مع فروقات بسيطة تتعلق بتعيينها عن طريق تحديد كميتها وصفتها فقط
- من حيث التنظيم القانوني: المتعاملون في البورصة في الأغلب هم من المضاربين، يشترون أو يبيعون للمضاربة على ارتفاع الأسعار وهبوطها، والاستفادة بنتيجة ذلك من فروقات هذه الأسعار .

### . الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر

ويتمثل الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر في مايلي:

الشكل رقم (2-1): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



ثانيا: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر<sup>1</sup>

1. شركة أليانس للتأمينات:

أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009

2. بيوفارم:

وهي مجموعة صناعية وتجارية، تختص في قطاع المستحضرات الصيدلانية، وتعمل على إنتاج الأدوية، والتوزيع بالجملة للمنتجات الصيدلانية، والتوزيع على الصيدليات، وتقديم الخدمات اللوجستية المتعلقة في صناعة الأدوية. عقدت بورصة الجزائر الأربعاء 20 أبريل، أول جلسة تسعير لأسهم شركة "بيوفارم" التي التحقت حديثا بالبورصة كأول شركة جزائرية في القطاع الخاص متخصصة في الصناعات الدوائية.

3 - روية:

هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره 849195000 دينار جزائري، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة. تأسست سنة 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة ( ذ م م ) تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية .

4. شركة الأوراسي تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975 ، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة .وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) عام 1977.

5. صيدال :تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري .وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين وحدتي "بيوتيك" و "فارمال" وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية.

<sup>1</sup> موقع بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz>

الجدول (2-1): الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

الشركة	الرمز	رأس المال	نوع القطاع	تاريخ التأسيس	تاريخ الدخول للبورصة
ألياس للتأمينات	ALL	2.205.714.180 دينار جزائري	التأمينات	2005	07 مارس 2011
بيوفارم	BIO	2.205.714.180 دينار جزائري	منتجات صيدلانية	1991	18 جانفي 2016
روبية	Nca	849.195.000 دينار جزائري	منتجات غذائية	1966	2006
مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي	AUR	1.500.000.000 دينار جزائري	خدمات الفندقة	02 فيفري 1975	14 فيفري 2000
صيدال	SAI	2.500.000.000 دينار جزائري	الكيمياء والصيدلة	1971	17 جويلية 1999

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع البورصة <http://www.sgbv.dz>

### المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة والأدوات المستخدمة في التحليل

بعد التعرف على مجتمع الدراسة في المطلب السابق في هذا المطلب التعرف على متغيرات الدراسة والأدوات المستخدمة في التحليل.

#### الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة

- المتغير التابع الرئيسي: المردودية المالية، متغير كمي يتطلب لقياسها معلومات ذات طبيعة مالية ومحاسبية متمثلة في مخرجات القوائم المالية وهذا بغرض دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسات المدرجة في البورصة.
- المتغير المستقل: يتمثل المتغير المستقل في الرفع المالي الذي يدرس أثر لجوء المؤسسة الى الاستدانة، الذي يتم قياسها بالنسبة اجمالي الديون على اجمالي الأموال الخاصة.

#### الفرع الثاني: مراحل الدراسة

من اجل الوصول الى النتائج المرجوة من هذه الدراسة سوف تتبع المراحل التالية:

- حساب المردودية المالية ومركباتها للعينه خلال فترة الدراسة المحددة
- حساب نسبة الرفع المالي لكل مؤسسة من مؤسسات عينه الدراسة من خلال نسبة الديون على مجموع الأموال الخاصة لكل سنة من سنوات الدراسة
- بعد اختيار النموذج الأنسب للدراسة من بين النماذج الثلاثة لنموذج البيانات الطولية (panel data)، نقوم باختيار الدلالة الإحصائية لأثر الرفع المالي على المردودية المالية ومركباتها من خلال مجموعة من الاختبارات التالية:
  - . اختبار (prob f-statistic) لمعرفة المعنوية الإحصائية للنموذج ككل
  - . معامل التحديد (R2) لمعرفة القوة التفسيرية للرفع المالي على المردودية المالية ومحدداتها

. اختبار (prob -t) لمعرفة المعنوية الإحصائية (الدلالة الإحصائية) للمتغير المستقل على المتغير التابع

. اختبار دارين واتسون (DW) لمعرفة وجود من عدم وجود مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء بين حدود الخطأ

ومن أجل حساب وتقدير ما سبق تم الاستعانة بالبرامج التالية: برنامج المجدول الإلكتروني SPSS و Microsoft Excel وبرنامج Eviews.

ولتحليل النتائج سوف نعتمد على طريقتين:

✓ طريقة التحليل المالي (التقليدية)

✓ طريقة التحليل الإحصائي.

### الفرع الثالث: المتغيرات المستخدمة في التحليل

سيتم الاعتماد على الترميز التالي للمتغيرات من أجل تسهيل عملية الدراسة الموضح في الجدول الآتي:

الجدول رقم(2-2) : المتغيرات المعتمدة في الدراسة

الرمز	النسبة	كيفية الحساب
X	الرفع المالي	الديون المالية / الأموال الخاصة
Y1	المردودية المالية	النتيجة الصافية / الأموال الخاصة
Y2	الربحية الإجمالية	النتيجة الصافية / رقوم الأعمال
Y3	معدل دوران الأصول	رقوم الأعمال / إجمالي الأصول
Y4	النسبة الهيكلية	إجمالي الأصول / الأموال الخاصة

المصدر: من اعداد الطالبتين من خلال مراجع الدراسة

إذن من خلال فرضيات الدراسة المذكورة سابقا نعمل على:

**الفرضية الرئيسية:** وتتمثل في دراسة العلاقة بين الرفع المالي (X) والمردودية المالية (Y1) أما عن الفرضيات الفرعية، فهي تتمثل في:

- العلاقة بين الرفع المالي (X) ونسبة الربحية الاجمالية (Y2)
- العلاقة بين الرفع المالي (X) ونسبة معدل دوران الأصول (Y3)
- العلاقة بين الرفع المالي (X) ونسبة النسبة الهيكلية (Y4)

### المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها

سوف نتطرق في هذا المبحث الى عرض نتائج الدراسة التطبيقية وذلك في المطلب الاول ،اما في المطلب الثاني تفسير ومناقشة النتائج والذي يتم من خلاله مناقشة الفرضيات والخروج بنتائج الدراسة.

#### المطلب الاول: عرض نتائج الدراسة التطبيقية

من خلال هذا المطلب سنقوم بعرض جميع النتائج المتحصل عليها من الرسوم البيانية ، معاملات الارتباط ومعاملات دوال الانحدار ، وبعدها سيتم تقديم قراءة لهذه النتائج.

#### الفرع الاول: عرض نتائج نسب المردودية ومركباتها ونسبة الرافعة المالية

تعرف المردودية بقدرة المؤسسة على تحقيق الارباح من خلال قيامها بنشاطات مختلفة، وهي نوعان المردودية المالية والمردودية الاقتصادية.

الجدول (2-3) الوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة للمؤسسات خلال الفترة (2014-2019)

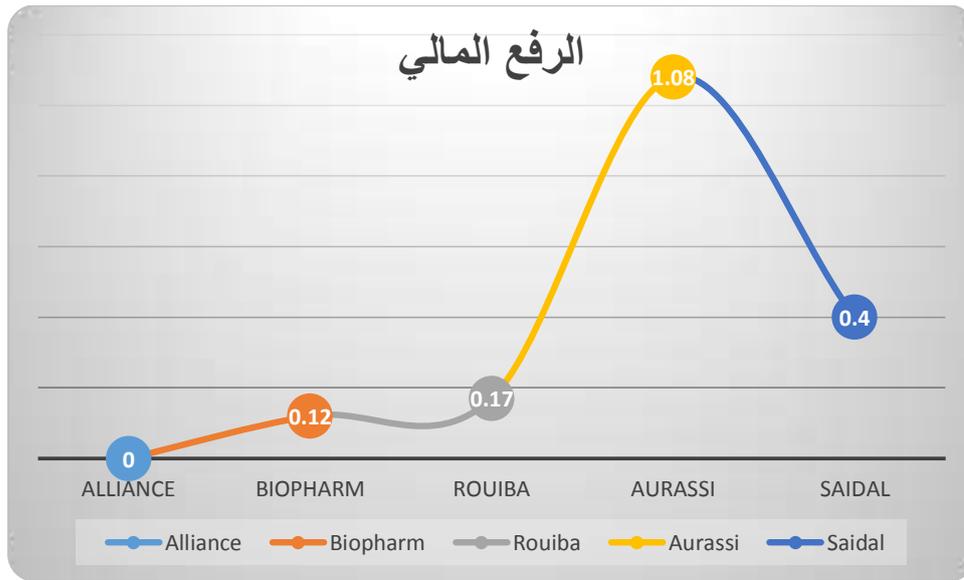
النسبة الهيكلية	معدل دوران الاصول	الربحية الاجمالية	المردودية المالية	الرفع المالي	المؤسسة
2,31	0,62	0,09	0,13	0	Alliance
2,39	1,27	0,09	0,26	0,12	Biopharm
1,32	0,74	-0,14	0,97	0,17	Rouiba
2,53	0,23	0,16	0,10	1,08	Aurassi
1,80	0,25	0,10	0,05	0,40	Saidal

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة

يبين جدول الوسط الحسابي لمؤشرات الأداء المالي ونسبة الرافعة المالية خلال الفترة الزمنية من سنة 2014 الى 2019 وهذا بهدف بيان مستوى اداء كل مؤسسة من المؤسسات محل الدراسة ومن ثم على مستوى العام للشركات المدرجة في بورصة الجزائر من خلال استقراء المؤشرات المستعملة ومقارنتها بالنسبة المعيارية<sup>1</sup>

<sup>1</sup> النسب المعيارية: هي نسب تستخدمها الادارة المالية المتقدمة لتثبيت مختلف النسب المالية عند أحسن معدل يجب على المؤسسة الاقتصادية تحقيقه حسب القطاع الذي تنشط به ، موجودة في كتاب الادارة المالية المتقدمة ، حمزة محمود الزبيدي ، الطبعة الثانية ، 2008

الشكل رقم (2-2) الوسط الحسابي لنسبة الرافعة المالية للشركات

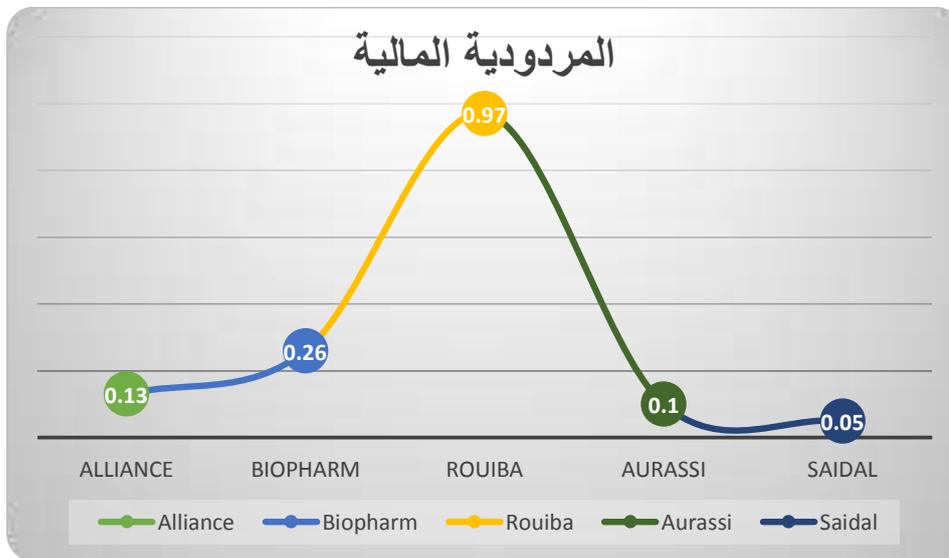


المصدر: من اعداد الطالبتين من الجدول (2-2)

من خلال الجدول رقم (2-3) والشكل (2-2) نلاحظ ان نسبة الرافعة المالية لشركة All كانت معدومة، اما على مستوى شركة Bio و Nca كانت منخفضة مقارنة بشركة Sai و Aur الا ان النسب الخمس تعتبر نسبا معقولة، وهذا ما يجنب الشركات من زيادة المخاطر المالية، باستثناء شركة Aur حيث متوسط نسبة الرافعة المالية كان مرتفع وهذا ما يعرضها الى زيادة المخاطر المالية وعدم القدرة على تسديد ما عليها من ديون.

اما اقتصاديا تشير نسبة التمويل بالديون الى كل 1 دينار من تمويل الاصول في الشركات المسعرة 0,17 دج، 0,12 دج، 0,17 دج، 0,40 دج على التوالي في شركة Bio ، Nca ، Sai ، Aur ، Sai تمويل من الديون.

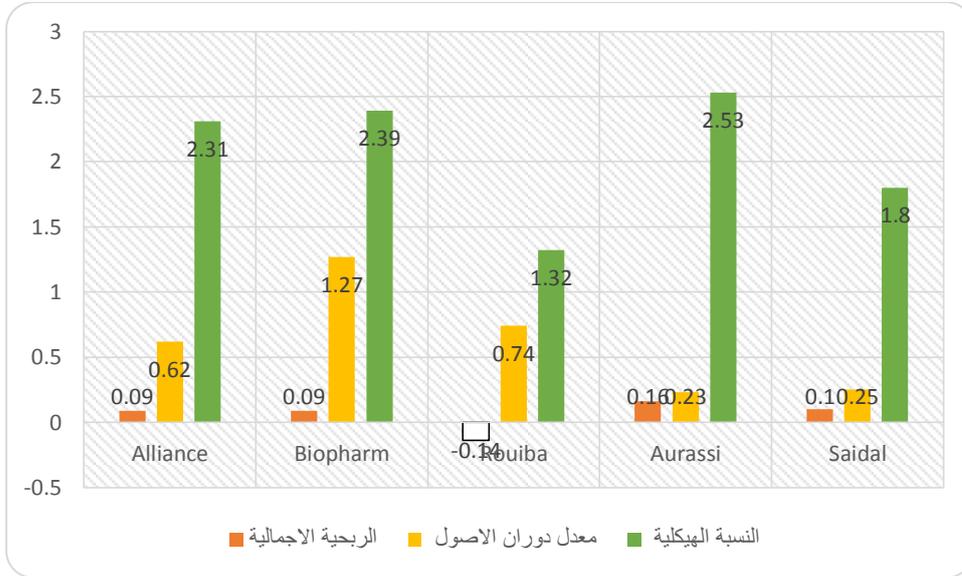
الشكل (2-3) تطور نسب المردودية المالية للشركات محل الدراسة خلال فترة الدراسة



المصدر: من اعداد الطالبتين من خلال الجدول (2-3).

من خلال الجدول (2-2) والشكل رقم (2-3) نلاحظ ان نسبة متوسط المردودية المالية متقارب بالنسبة للمؤسسات الخمس وضعيف في نفس الوقت. وكادت ان تنعدم هذه الاخيرة على مستوى مؤسسة Alliance.

الشكل ( 2-4) : تطور مركبات المردودية المالية للشركات خلال فترة الدراسة



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (2-3)

من خلال الجدول (2-3) والشكل رقم (2-4) نلاحظ أن متوسط الربحية الإجمالية حقق نسب مقبولة إلى حد ما , في المؤسسات محل الدراسة خاصة مؤسسة AUR حيث حققت نسبة 16 % مما يدل على كفاءة المؤسسة في استخدام أموالها من اجل تحقيق الأرباح . في حين حققت مؤسسة ROUIBA نتائج سالبة مما يدل على عجزها في استخدام أموالها أما بالنسبة لباقي الشركات Bio، ALL، SAI حققت على التوالي 9 %، 9 %، 10% على التوالي .

من خلال الجدول ( 2-3) والشكل ( 2-4) نلاحظ ان معدل دوران الأصول والذي يوضح إنتاجية الأصول خلال الفترة او عدد المرات التي تتحول فيها الاصول إلى مبيعات وقياس مدى كفاءة الإدارة في توليد المبيعات والأصول حقق معدلات جيدة في المؤسسات ذات فعالية في استخدام الموارد المتاحة وبالتالي عليها المحافظة على الإنتاجية أصولها أما عن النسبة الهيكلية فهي نسبة تصف الوضعية المالية للمؤسسة في وقت معين حيث نلاحظ من خلال الشكل في الاعلى ان النسبة الهيكلية مرتفعة عموما في أغلب المؤسسات وهذا ما يدل على اعتماد هذه المؤسسات على الاستدانة في تمويلها .

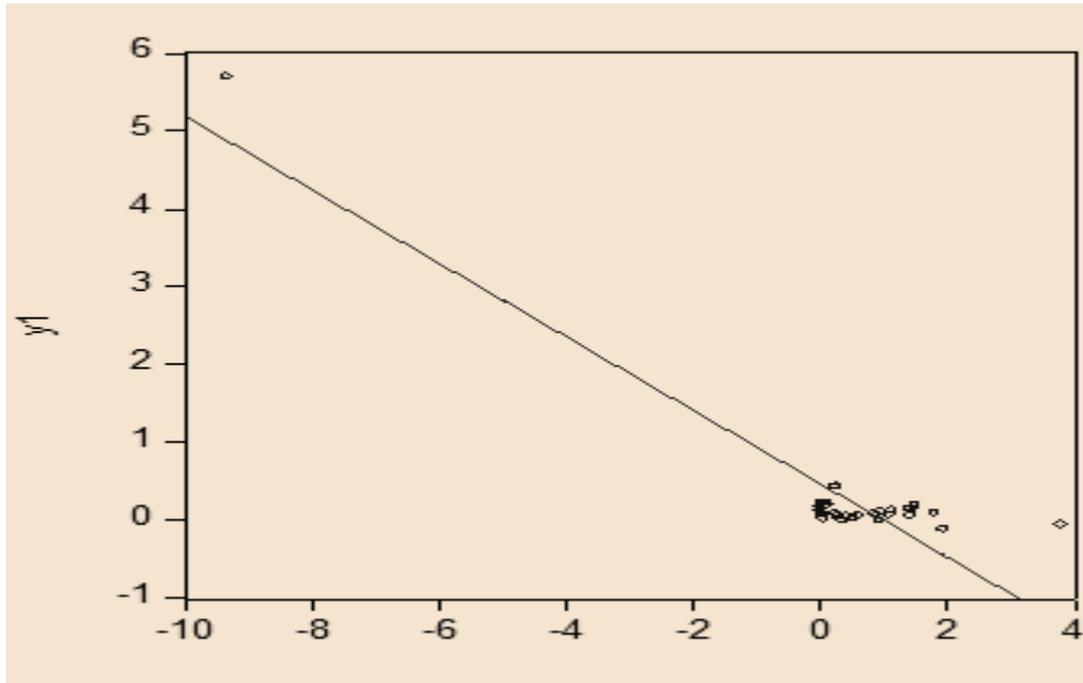
الفرع الثاني: عرض نتائج دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية

انطلقا من هذا العرض سنقوم بتقديم نتائج الدراسة الاحصائية لأثر الرفع المالي على المردودية المالية ومركباتها كما يلي:

**اولا: نتائج التمثيل النقطي للمتغيرات**

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

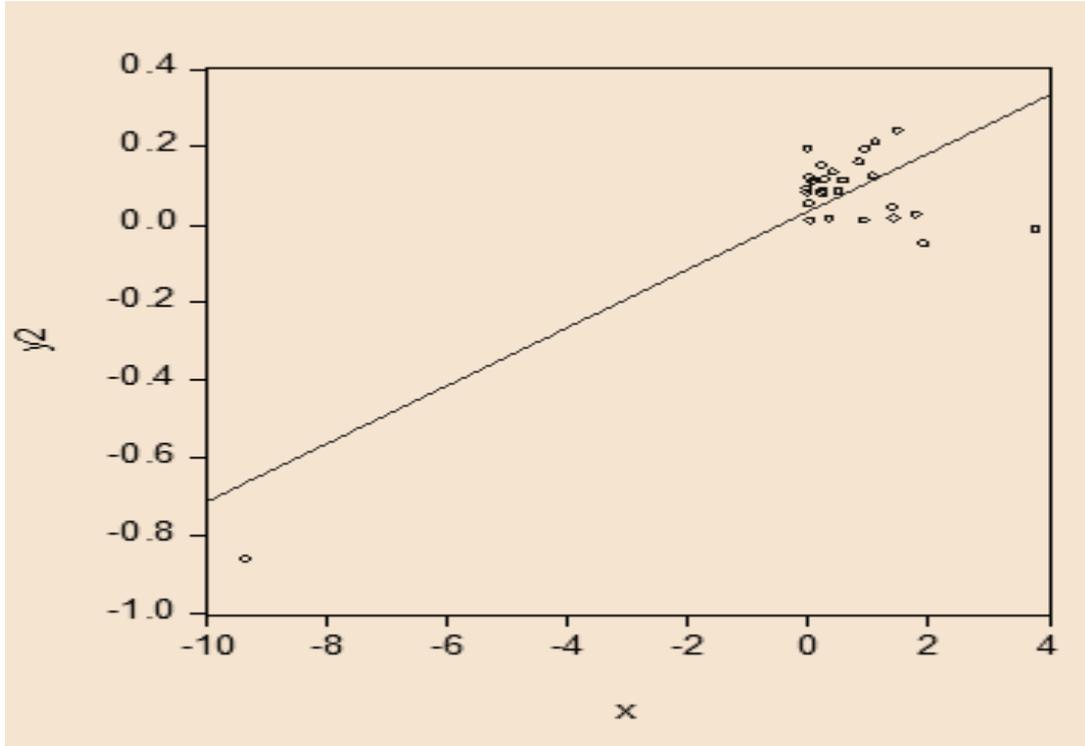
الشكل رقم (2-5): تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي والمردودية المالية



المصدر: من اعداد الطالبتان اعتمادا على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews 13.0)

من خلال الشكل اعلاه يتضح لنا ان هناك علاقة خطية عكسية بين الرفع المالي (X) والمردودية المالية (Y1) للمؤسسات محل الدراسة.

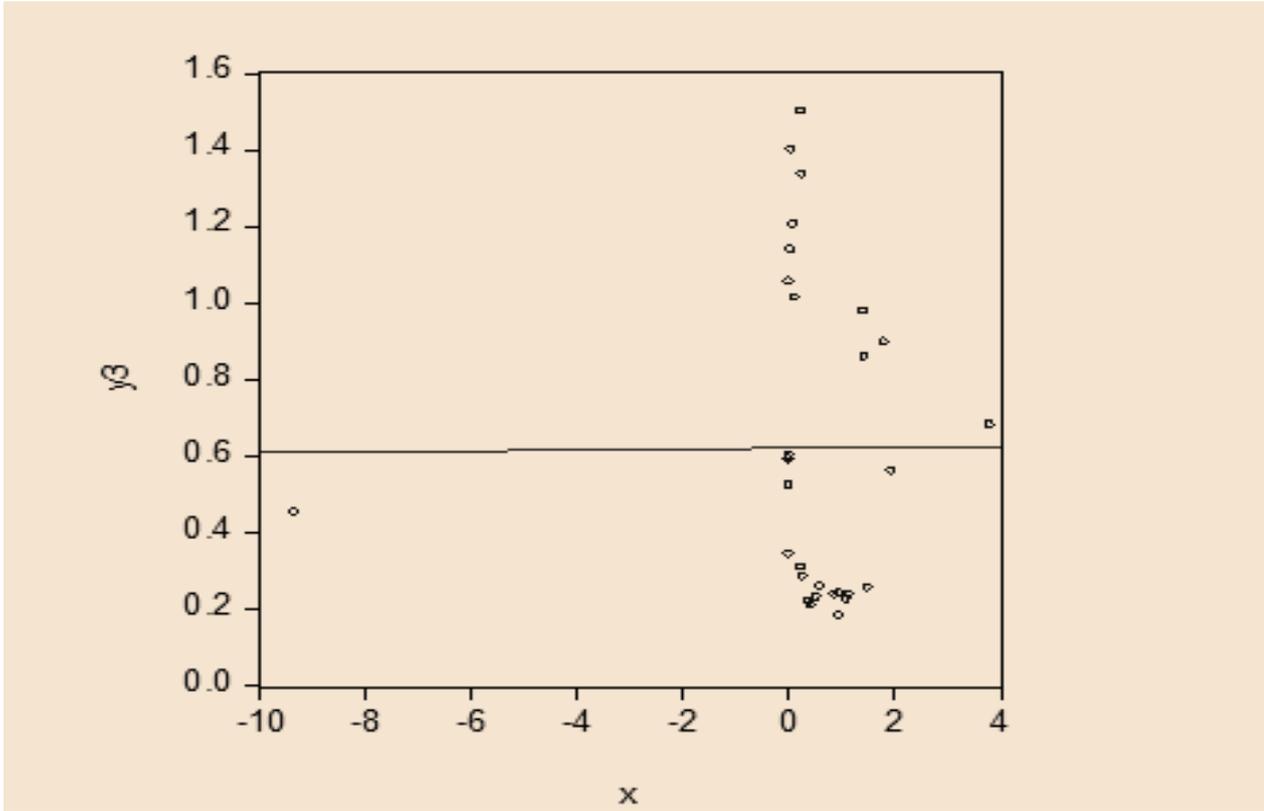
الشكل رقم ( 2-6 ) : تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي و الربحية الاجمالية



المصدر : من اعداد الطالبتان اعتمادا على مخرجات البرنامج الاحصائي ( Eviews 13.0 )

يتبين من خلال الشكل اعلاه ، الذي يظهر العلاقة بين الرفع المالي ( X ) و الربحية الاجمالية ( Y2 ) انهما علاقة خطية عكسية .

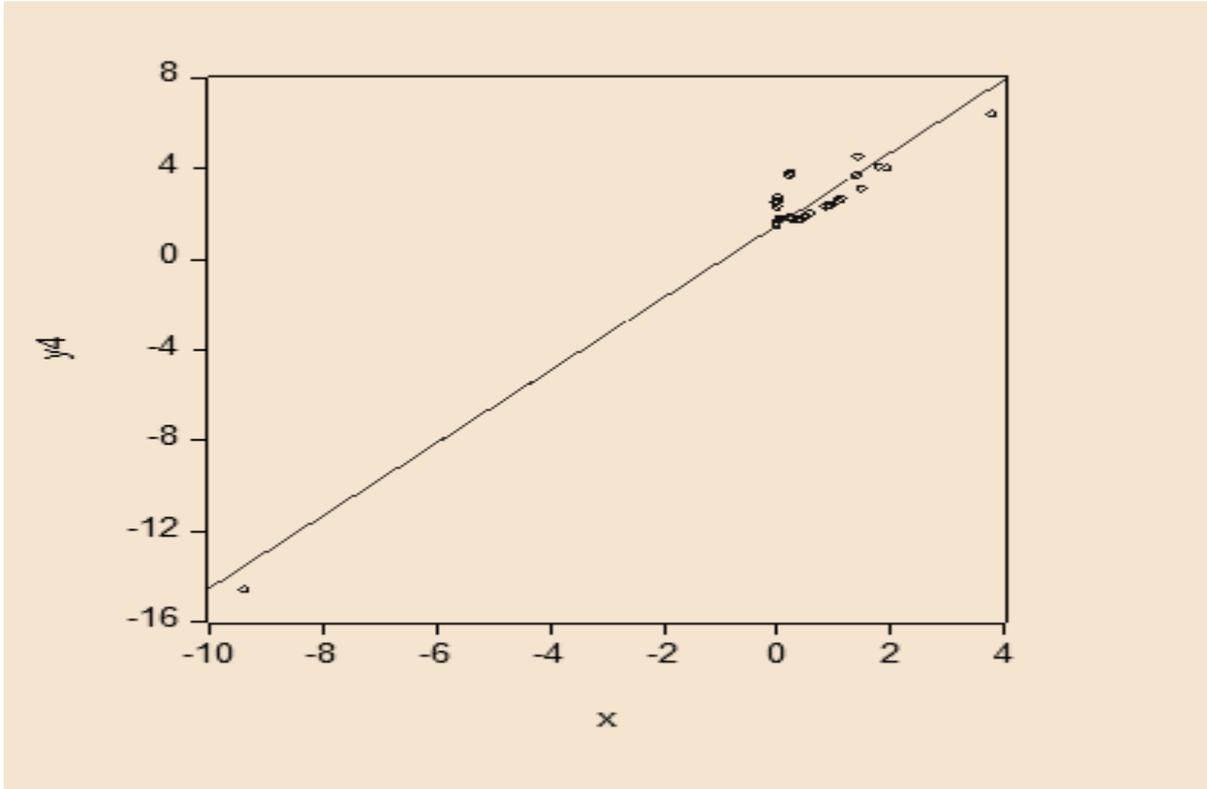
الشكل رقم (2-7) : تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي و معدل دوران الاصول



المصدر : من اعداد الطالبتان اعتمادا على مخرجات البرنامج الاحصائي ( Eviews 13.0 )

بقراءة هذا الشكل اعلاه يتضح لنا انه لا توجد علاقة خطية بين الرفع المالي ( X ) و معدل دوران الاصول للمؤسسات محل الدراسة .

الشكل رقم (2-8): تمثيل سحابة النقاط ما بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية



المصدر: من اعداد الطالبتان اعتمادا على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews 13.0)

بقراءة هذا الشكل اعلاه يتضح لنا ان هناك علاقة طردية بين الرفع المالي (X) والنسبة الهيكلية (Y4) 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 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

بعد ادخال البيانات الى البرنامج الاحصائي Eviews تحصلنا على نتائج الجدول التالي:

جدول رقم (2-4) معاملات نموذج العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع: يمثل نسبة المردودية المالية ( y1 )			
الفترة: 2014 - 2019 T=6 N=5 مجموع مشاهدات البائل: 30=5*6 مشاهدة			
نموذج التأثيرات العشوائية REM	نموذج التأثيرات الثابتة FEM	نموذج الانحدار التجميعي PRM	المتغيرات التفسيرية
0,470416 (0.0185)*	0,470527 (0.000)*	0,468 (0.000)*	Constante ( $\beta_0$ )
-0,478149 (0.000)*	-0,478465 (0.000)*	-0,855 (0.000)*	الرفع المالي ( X ) ( $\beta_1$ )
0,954	0,964	0,855	R- Squared
0.000	0.000	0.000	PROB(F- STATISTIC )
2,395650	2,710058	0,668459	DURBIN- WATSON STAT

% مستوى 5 عند المقدر للمعالم الإحصائية المعنوية قوسين بين التي القيم (\*) تمثل

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الملحق رقم ( 03 )

المفاضلة بين النماذج الثلاثة و اختبار النموذج الملائم للعلاقة :

لاختيار النموذج الأمثل من بين النماذج الثلاث لدراسة هذه العلاقة سوف نعلم على اختبارين: اولهما يسمى اختبار Redundant Fixed Effect من اجل الاختيار بين PRM و FEM و REM، و ثانيهما يسمى اختبار H المقترح من طرف (Hausman) ويستخدم من اجل الاختيار بين FEM و REM بحيث تمثل:

{ H0 : نموذج الانحدار التجميعي PRM هو النموذج الملائم

{ H1 : نموذج التأثيرات العشوائية FEM والثابتة REM هو النموذج الملائم

الجدول التالي يبين النتائج المتحصل عليها من خلال اختبار بالاعتماد على برنامج Eviews13.0

جدول رقم (2-5) نتائج اختبار و Hausman بين الرفع المالي والمردودية المالية

الاختبار	P- VALUE
Fixed Effect	0,000
Hausman	0,6981

(\*) معنوية الاختبار عند 5% المصدر: من اعداد الطالبتين باستخدام الملحق بالاعتماد على نتائج الجدول أعلاه نلاحظ ان القيمة الاحتمالية لاختبار Fixed Effect اقل من 5% ومنه نقبل فرضية H1 القائلة ان نموذج التأثيرات العشوائية Fem و الثابتة Rem هو الملائم و الافضل لدراسة العلاقة بين الرفع المالي و نسبة المردودية، و نرفض البديلة H0.

ب: صياغة العلاقة بين نسبة الرفع المالي (X) نسبة الربحية الاجمالية (Y2)

بعد إدخال البيانات الى البرنامج الاحصائي Eviews 13.0 تحصلنا على النتائج التالي :

جدول رقم (2-6) نتائج العلاقة بين الرفع المالي ونسبة الربحية الاجمالية باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع: يمثل نسبة الربحية Y2				
مجموع مشاهدات البانل: 30=6*5		N=5	T=6	الفترة- 2014- 2019
نموذج التأثيرات العشوائية REM	نموذج التأثيرات الثابتة FEM	نموذج الانحدار التجميعي PRM	المتغيرات التفسيرية	
0,0359 ( 0,5054 )	0,0359 (0,0054 )	0,353 (0,1045)	Constante ( $\beta_0$ )	
0,0727 ( 0.000 )*	0,0726 (0.000)*	0,010 ( 0.000 )*	الرفع المالي ( X ) ( $\beta_1$ )	
0,846486	0,904978	0,643476	R- SQUARED	
0.000	0.000	0.000	PROB(F-	

			STATISTIC )
1,637853	1,849128	0,503497	DURBIN- WATSON STAT

(\*) تمثل القيم التي بين قوسين المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة عند مستوى 5%

المصدر: من اعداد الطالبتين باستخدام الملحق اعتمادا على مخرجات برنامج EViews 13.0

المفاضلة بين النماذج الثلاثة واختبار النموذج الملائم للعلاقة:

بحيث تمثل:

$H_0 : PRM$  هو النموذج الملائم

$H_1 : FEM$  و  $REM$  هو النموذج الملائم

الجدول التالي يبين النتائج المتحصل عليها من خلال اختبار Fixed Effect و (H) :

جدول رقم (7.2) نتائج اختبار Fixed Effect و (H) بين نسبة الرفع المالي نسبة الربحية الاجمالية

P- VALUE	الاختبار
0.000	Fixed effect
0,7281	Hausman

(\*) معنوية الاختبار عند 5 %

المصدر: من اعداد الطالبتين باستخدام الملحق رقم من مخرجات EViews13.0

بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (7.2) نلاحظ ان القيمة الاحتمالية ( Prob ) لاختبار Fixed effect اقل من 5 % ومنه نقبل فرضية H1 القائلة ان نموذج التأثيرات العشوائية Fem و الثابتة Rem هو الملائم و الافضل لدراسة العلاقة بين الرفع المالي و نسبة المردودية، و نرفض البديلة H0.

ج: صياغة العلاقة بين نسبة الرفع المالي  $X$  نسبة معدل دوران الأصول  $Y3$  :

بعد إدخال البيانات الى البرنامج الاحصائي EVIEWS13.0 تحصلنا على النتائج التالية :

جدول رقم ( 8.2 ) نتائج العلاقة بين الرفع المالي ونسبة معدل دوران الأصول باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع: يمثل نسبة دوران الاصول (v3)			
الفترة 2014-2019		T=6	N=5
مجموع مشاهدات البانل: 5*6=30 مشاهدة			
المتغيرات التفسيرية	نموذج الانحدار التجميعي PRM	نموذج التأثيرات الثابتة FEM	نموذج التأثيرات العشوائية REM
Constante	0,621	0,612	0,612
( $\beta_0$ )	( 0.000 )*	( 0.000 )*	0.0010
الرفع المالي ( X )	0,0011	0,025	0,025
( $\beta_1$ )	( 0,9757 )*	( 0,0896 )*	( 0,0966 )*
R- SQUARED	0,000034	0,882252	0,091716
PROB (F- STATISTIC )	0,975723	0.000	0,103794
DURBIN- WATSON STAT	0,165186	1,490430	1,21570

(\* ) تمثل القيم التي بين قوسين المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة عند مستوى 5%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاستخدام الملحق اعتمادا على مخرجات برنامج EViews 13.0

المفاضلة بين النماذج الثلاثة و اختبار النموذج الملائم للعلاقة :

بحيث تمثل :

{ H0 : نموذج PRM هو الملائم

{ H1 : نموذج FEM والثابتة REM هو الملائم

الجدول التالي يبين النتائج المتحصل عليها من خلال اختبار fixed effect H

جدول رقم ( 9.2 ) نتائج اختبار بين نسبة الرفع المالي نسبة معدل دوران الأصول

P- VALUE	الاختبار
0 .000	Fixed effect
0.1313	Hausman

(\*) معنوية الاختبار عند 5 %

المصدر :من اعداد الطالبتين باستخدام الملحق رقم 5 من مخرجات EViews13.0

بالاعتماد على نتائج الجدول رقم ( 9.2 ) نلاحظ ان القيمة الاحتمالية ( Prob ) لاختبار Fixed Effect اقل من 5 % ومنه نقبل فرضية H1 القائلة ان نموذج التأثيرات العشوائية Fem و الثابتة Rem هو الملائم و الافضل لدراسة العلاقة بين الرفع المالي و نسبة دوران الاصول ، و نرفض البديلة H0.

د: صياغة العلاقة بين نسبة الرفع المالي X نسبة النسبة الهيكلية y4 :

بعد إدخال البيانات الى البرنامج الاحصائي Eviews13.0 حصلنا على النتائج التالية:

جدول رقم (10.2) نتائج العلاقة بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع: يمثل النسبة الهيكلية (y4)			
الفترة: 2019-2014		T=6	N=5
مجموع مشاهدات البانل: 30=5*6 مشاهدة			
المتغيرات التفسيرية	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
	PRM	FEM	REM
Constante	1,5003	1,487	1,490
( $\beta_0$ )	( 0.000 )*	( 0.000 )	( 0.000 )*
الرفع المالي ( X )	1,6019	1,648	1,490
( $\beta_1$ )	( 0.000 )*	( 0.000 )*	( 0.000 )*
R- SQUARED	0,977214	0,977214	0,970329

1,640186	0.000	0.000	PROB (F- STATISTIC )
1,393401	1,802319	0,667005	DURBIN- WATSON STAT

(\* ) تمثل القيم التي بين قوسين المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة عند مستوى 5%

المصدر: من اعداد الطالبتين باستخدام الملحق اعتمادا على مخرجات برنامج EViews 13.0

المفاضلة بين النماذج الثلاثة و اختبار النموذج الملائم للعلاقة:

بحيث تمثل :

$H_0$  : PRM هو الملائم

$H_1$  : FEM والثابتة REM هو الملائم

الجدول التالي يبين النتائج المتحصل عليها من خلال اختبار Fixed Effect و (H) :

جدول رقم (2 . 11) نتائج اختبار بين نسبة الرفع المالي ونسبة النسبة الهيكلية

P- VALUE	الاختبار
0.000	Fixed Effect
0.0525	Hausman

(\* ) معنوية الاختبار عند 5 %

المصدر: من اعداد الطالبتين باستخدام الملحق رقم 5 من مخرجات EViews13.0

ولاختبار النموذج الأمثل للنموذج من خلال اختبار HAUSMAN وهو الاختبار الثاني ويهدف الى الاختيار بين نموذج التأثيرات العشوائية والتأثيرات الثابتة فإذا كان نموذج هذا الاخير اقل من مستوى معنوية 5 % فإننا نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  .

بحيث تمثل :

$H_0$  : نموذج التأثيرات الثابتة FEM

{ H1 : نموذج التأثيرات العشوائية REM

من خلال الجداول ( 2.5 ) ( 2.7 ) ( 2.9 ) ( 2.11) أعلاه نجد أن قيم اختبار H هي كالتالي :- 0.7281-0.6981-  
-0.1313-0.0525;

ومنه نقبل الفرضية H0 ونرفض الفرضية H1 أي أننا نرفض نموذج التأثيرات العشوائية في جميع العلاقات والنموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة.

### المطلب الثاني: تحليل نتائج الدراسة ومناقشتها

بعد استخراج النماذج الملائمة وتوصل الى نتائج الدراسة في المطلب الأول سيتم تفسيرها وتحليلها في هذا المطلب وسيتم اختبار صحة فرضيات الدراسة الموضوعية سابقا انطلاقا من مخرجات التحليل وتفسير وهذا قصد الوصول الى النتائج النهائية.

### الفرع الأول: تحليل النتائج الدراسة

سنقوم في مايلي بتشخيص القوة الإحصائية لنماذج المقدرة بإجراء اختبار كل من معنوية المعامل  $\beta - \text{prob}$  ومعنوية النموذج  $\text{Prob-F}$  ومعامل التحديد  $R^2$  واختبار DW .

أولا: تشخيص القوة الإحصائية لنموذج المقدرة لتأثير الرفع المالي LF على المردودية المالية RCP:  
من خلال نتائج الجدول رقم ( 5.2) يمكننا اختيار نموذج التأثيرات الثابتة الملائم لتمثيل هذه العلاقة وفق ما يلي :  
اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

معنوية الإحصائية ل  $\beta_0$  :

$$\{H_0 : \beta_0 = 0\}$$

$$\{H_1 : \beta_1 \neq 0\}$$

من الجدول رقم ( 4.2) نلاحظ ان قيمة الاحتمالية (prob) تساوي  $0.000 \leq 0.05$  وبالتالي نرفض الفرضية H0 ونقبل الفرضية البديلة H1 أي ان المعلمة المقدرة  $\beta_0$  تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

معنوية الإحصائية ل  $\beta_1$  :

$$\{H_0 : \beta_0 = 0\}$$

$$\{H_1 : \beta_1 \neq 0\}$$

من الجدول رقم ( 4.2) نلاحظ , ان قيمة الاحتمالية (prob) تساوي  $0.05 \leq 0.000$  وبتالي نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  أي ان المعلمة المقدرة  $\beta_0$  تختلف معنويا عن الصفر وبتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي (X) و المتغير التابع ( $y_1$ ) مردودية مالية ، أي ان القيمة المقدرة لديها معنوية إحصائية .

اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

$$\{ H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$$

$$\{ H_1: \text{ou mois } (\beta_j \neq 0)$$

يمكن اختبار المعنوية الكلية من خلال إحصائية فيشر، وعليه نلاحظ الجدول رقم (5.2) ان القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر  $Prob - F = 0.000 \leq 0.005$  ومنه نرفض فرضية العدم  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  أي انه يوجد معلمة على الاقل تختلف معنويا عن الصفر وبتالي هناك دلالة إحصائية للمعادلة عند مستوى معنوية 5% .

اختبار معامل التحديد :

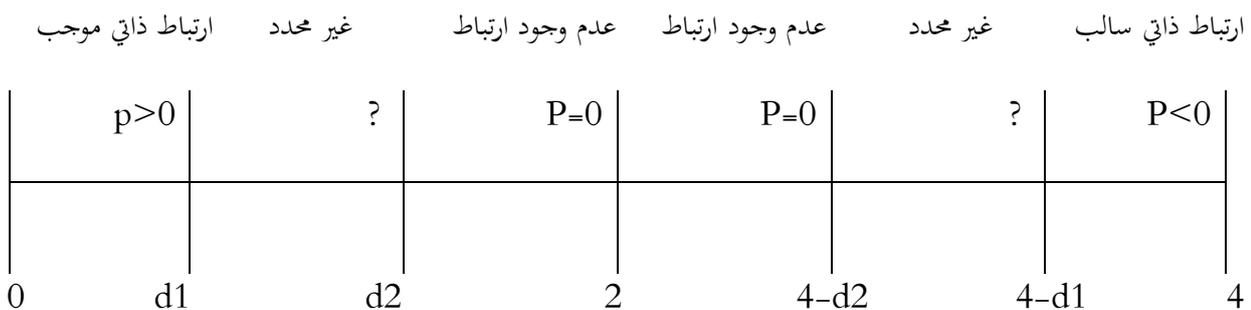
من خلال الجدول (4.2) نلاحظ ان قيمة معامل التحديد  $R^2$  لقياس القدرة التفسيرية قد بلغت 0.964 أي ان الرفع المالي يفسر لنا 96.4% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع  $y_1$  ( نسبة مردودية مالية) وهي نسبة مقبولة و دالة إحصائية اما نسبة المتبقية 3.6% فتفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج .

اختبار **Durbin \_ Watson**:

بالرجوع إلى الجدول الإحصائي DW في الملحق رقم ( 07) نجد ان قيمة  $d_1$  الجدولية عند  $n = 30$  و  $k = 1$  هي :

1.35 اما قيمة  $d_2$  الجدول عند  $n = 30$  و  $k = 1$  هي 1.91

الشكل رقم ( 9.2) : مناطق القبول و الرفض لاختبار (Durbin-Watson)



المصدر :اعداد الطالبتين اعتمادا على مراجع الدراسة

بالاعتماد على الجدول ( 4.2 ) نلاحظ أن DW المحسوبة تساوي 2,71 أي تقع في المجال [ 4-d2 ، d2 ] وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

معادلة النموذج:

$$Y1 = 0.470 - 0.478 * x$$

تفسير العلاقة:

$\beta_0$  : معادلة الحد الثابت ، وهي القيمة المقدرة للمتغير التابع  $y_1$  (نسبة المردودية) عند انعدام المتغير المستقل  $X$  (نسبة الرافعة المالية) ، وبالتالي عند تساوي نسبة الرافعة المالية الصفر فإن القيمة المقدرة لنسبة المردودية المالية  $R_{cp}$  تساوي 0.470 .

$\beta_1$  : معلمة المتغير  $X$  (نسبة الرافعة المالية) وهي التغير في المتغير التابع  $Y_1$  (نسبة المردودية المالية) عند زيادة  $X$  بوحدة واحدة ، وبما أن إشارة  $\beta_1$  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 انخفاض نسبة المردودية المالية ب 0.478 .

ثانيا- تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر لتأثير الرفع المالي ( $X$ ) على الربحية الإجمالية ( $Y_2$ ):

بعد ما قمنا باختيار نموذج الانحدار الثابت لتمثيل العلاقة بين الرفع المالي ونسبة الربحية الإجمالية، سوف نقوم باختبار النموذج وفق ما يلي:

اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة:

معنوية الإحصائية ل  $\beta_0$  :

$$\{H_0 : \beta_0 = 0\}$$

$$\{H_1 : \beta_1 \neq 0\}$$

من الجدول رقم ( 6.2 ) نلاحظ ان قيمة الاحتمالية (prob) تساوي  $0.0054 < 0.05$  وبالتالي نقبل الفرضية  $H_1$  ونرفض الفرضية البديلة  $H_0$  أي ان المعلمة المقدرة  $\beta_0$  وبالتالي لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% .

معنوية الإحصائية ل  $\beta_1$  :

$$\{H_0 : \beta_0 = 0\}$$

$$\{H_1 : \beta_1 \neq 0\}$$

من الجدول رقم (6.2) نلاحظ ان قيمة الاحتمالية (prob) تساوي  $0.000 \leq 0.05$  وبالتالي نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  أي ان المعلمة المقدرة  $\beta_0$  تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي (x) و المتغير التابع ( $y_1$ ) مردودية مالية ، أي ان القيمة المقدرة لديها معنوية إحصائية .

اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

$$\{H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0\}$$

$$\{H_1: \text{ou mois } (\beta_j \neq 0)\}$$

يمكن اختبار المعنوية الكلية من خلال إحصائية فيشر، وعليه نلاحظ الجدول رقم (6.2) ان القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر  $Prob-F = 0.000 \leq 0.005$  ومنه نرفض فرضية العدم  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  أي انه يوجد معلمة على الاقل تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي هناك دلالة إحصائية للمعادلة عند مستوى معنوية 5% .

اختبار معامل التحديد:

من خلال الجدول (6.2) نلاحظ ان قيمة معامل التحديد  $R^2$  لقياس القدرة التفسيرية قد بلغت 0.904 أي ان الرفع المالي يفسر لنا 90.4% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع  $y_2$  ( نسبة الربحية الاجمالية ) وهي نسبة مقبولة و دالة إحصائية اما نسبة المتبقية 9.6% فتفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج .

**Durbin \_Watson:** اختبار

بالرجوع إلى الجدول الإحصائي DW في الملحق رقم (7) نجد ان قيمة  $d_1$  الجدولية عند  $n = 30$  و  $k = 1$  هي :

$$1.35 \text{ اما قيمة } d_2 \text{ الجدول عند } n=30 \text{ و } k=1 \text{ هي } 1.94$$

من خلال قيمة درين واتسون المحسوبة و المساوية ل 1.849 والمستخرجة من الملحق 7 فإننا نلاحظ أنها تقع في منطقة الشك أو الغير المحددة وبالتالي لا يمكن اتخاذ القرار والتأكد من وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من عدمه .

معادلة النموذج:

$$Y1 = 0.353 + 0.072 * X$$

تفسير العلاقة:

$\beta_0$ : معلمة الحد الثابت، وهي القيمة المقدرة للمتغير التابع  $y_2$  (نسبة الربحية الاجمالية) عند انعدام المتغير المستقل  $X$  (نسبة الرافعة المالية)، وبالتالي عند تساوي نسبة الرافعة المالية الصفر فإن القيمة المقدرة لنسبة الربحية الاجمالية تساوي 0.353 .

$\beta_1$ : معلمة المتغير  $X$  (نسبة الرافعة المالية) وهي التغير في المتغير التابع  $Y_2$  (الربحية الاجمالية) عند زيادة  $X$  بوحدة واحدة، وبما أن إشارة  $\beta_1$  تبين طبيعة العلاقة العكسية أو الطردية بين نسبة الرافعة المالية ونسبة الربحية الاجمالية المالية يظهر من خلال النموذج أن هناك علاقة طردية موجبة ، حيث أنه لما تزيد نسبة الرافعة المالية بوحدة واحدة يؤدي ذلك إلى زيادة نسبة الربحية لمالية ب .0.072

ثالثا : تشخيص القوة الإحصائية لنموذج المقدرة لتأثير الرفع المالي ( $X$ ) على معدل دوران الاصول :

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

اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة:

المعنوية الإحصائية ل  $\beta_0$ :

$$\{H_0 : \beta_0 = 0\}$$

$$\{H_1 : \beta_1 \neq 0\}$$

من الجدول رقم ( 8.2) نلاحظ ان القيمة الاحتمالية (prob) تساوي  $0.00 \leq 0.05$  وبالتالي نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  أي ان المعلمة المقدرة  $\beta_0$  تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

معنوية الإحصائية ل  $\beta_1$  :

$$H_0 : \beta_0 = 0$$

$$\{H_1 : \beta_1 \neq 0\}$$

من الجدول رقم (8.2) نلاحظ ان القيمة الاحتمالية (prob) تساوي  $0.089 > 0.05$  وبالتالي نرفض الفرضية H1 ونقبل الفرضية البديلة H0 أي ان المعلمة المقدره  $\beta_1$  تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي (X) و المتغير التابع (y3) دوران الاصول ، أي ان القيمة المقدره لديها معنوية إحصائية .

اختبار المعنوية الكلية لنموذج :

$$\{H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0\}$$

$$\{H_1: \text{ou mois } (\beta_j \neq 0)\}$$

يمكن اختبار المعنوية الكلية من خلال إحصائية فيشر، وعليه نلاحظ الجدول رقم (8.2) ان القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر  $\text{Prob}-F = 0.000 \leq 0.005$  ومنه نرفض فرضية العدم H0 ونقبل الفرضية H1 أي انه يوجد معلمة على الاقل تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي هناك دلالة إحصائية للمعادلة عند مستوى معنوية 5%.

اختبار معامل التحديد :

من خلال الجدول (8.2) نلاحظ ان قيمة معامل التحديد  $R^2$  لقياس القدرة التفسيرية قد بلغت 0.882 أي ان الرفع المالي يفسر لنا 88.2% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع y3 (نسبة دوران الاصول) وهي نسبة مقبولة و دالة إحصائية اما نسبة المتبقية 17.8% فتفسرها متغيرات أخرى غير مقدره في النموذج .

معادلة النموذج:

$$Y_3 = 0.612 + 0.025 * X$$

تفسير العلاقة:

$\beta_0$  : معادلة الحد الثابت ، وهي القيمة المقدره للمتغير التابع y3 (نسبة معدل دوران الاصول) عند انعدام المتغير المستقل X (نسبة الرافعة المالية) ، وبالتالي عند تساوي نسبة الرافعة المالية الصفر فإن القيمة المقدره لنسبة دوران الاصول تساوي 0.612

$\beta_1$  : معلمة المتغير X (نسبة الرافعة المالية) وهي التغير في المتغير التابع Y3 (نسبة دوران الاصول) عند زيادة X بوحدة واحدة ، وبما أن إشارة  $\beta_1$  تبين طبيعة العلاقة العكسية أو الطردية بين نسبة الرافعة المالية ونسبة معدل دوران الاصول يظهر من خلال النموذج أن هناك علاقة طردية موجبة ذات دلالة إحصائية، حيث أنه لما تزيد نسبة الرافعة المالية بوحدة واحدة يؤدي ذلك إلى ارتفاع نسبة دوران الاصول ب 0.25 ،

رابعا -تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر لتأثير الرفع المالي ( $\bar{X}$ ) على النسبة الهيكلية ( $Y_4$ ):

بعد القيام باختيار نموذج الانحدار الثابت لتمثيل العلاقة بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية، سوف نقوم باختبار النموذج وفق ما يلي:

1 اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة:

معنوية الإحصائية ل  $\beta_0$  :

$$\{H_0 : \beta_0 = 0$$

$$\{H_1 : \beta_1 \neq 0$$

من الجدول رقم ( 8.2 ) نلاحظ ان قيمة الاحتمالية (prob) تساوي  $0.05 < 0.00$  وبالتالي نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل الفرضية

البديلة  $H_1$  أي ان المعلمة المقدرة  $\beta_0$  وبالتالي لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 %

معنوية الإحصائية ل  $\beta_1$  :

$$\{H_0 : \beta_0 = 0$$

$$\{H_1 : \beta_1 \neq 0$$

من الجدول رقم ( 11.2 ) نلاحظ ان قيمة الاحتمالية (prob) تساوي  $0.05 \leq 0.000$  وبالتالي نرفض الفرضية  $H_0$  ونقبل

الفرضية البديلة  $H_1$  أي ان المعلمة المقدرة  $\beta_0$  تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي ( $X$ )

و المتغير التابع ( $y_4$ ) النسبة الهيكلية ، أي ان القيمة المقدرة لديها معنوية إحصائية

اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

$$\{H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$$

$$\{H_1: \text{oumois } (\beta_j \neq 0)$$

يمكن اختبار المعنوية الكلية من خلال إحصائية فيشر، وعليه نلاحظ من خلال الجدول ان القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر

$Prob - F = 0.000 \leq 0.05$  ومنه نرفض فرضية العدم  $H_0$  ونقبل الفرضية  $H_1$  أي انه يوجد معلمة على الاقل تختلف معنويا

عن الصفر وبالتالي هناك دلالة إحصائية للمعادلة عند مستوى معنوية 5% .

اختبار معامل التحديد:

من خلال الجدول ( 11.2) نلاحظ ان قيمة معامل التحديد  $R^2$  لقياس القدرة التفسيرية قد بلغت 0.977 أي ان الرفع المالي يفسر لنا 97.7% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع  $y_4$  (النسبة الهيكلية ) وهي نسبة مقبولة و دالة إحصائية اما نسبة المتبقية 2.3% فتفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج .

**Durbin \_Watson:** اختبار

بالرجوع إلى الجدول الإحصائي DW في الملحق رقم ( 07) نجد ان قيمة  $d_1$  الجدولية عند  $n=30$  و  $k=1$  هي :

1.35 اما قيمة  $d_2$  الجدول عند  $n=30$  و  $k=1$  هي 1.94 ,

من خلال قيمة درين واتسون المحسوبة و المساوية ل 1.802 والمستخرجة من الجدول ( ) فإننا نلاحظ أنها تقع في منطقة الشك أو لغير المحددة وبالتالي لا يمكن اتخاذ القرار والتأكد من وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من عدمه .

معادلة النموذج:

$$Y_4 = 1.487 + 1.648 * x$$

تفسير العلاقة:

$\beta_0$ : معلمة الحد الثابت، وهي القيمة المقدرة للمتغير التابع  $y_4$  (النسبة الهيكلية ) عند انعدام المتغير المستقل X (نسبة الرافعة المالية) ، وبالتالي عند تساوي نسبة الرافعة المالية الصفر فإن القيمة المقدرة للنسبة الهيكلية تساوي 1.487 .

$\beta_1$ : معلمة المتغير X (نسبة الرافعة المالية ) وهي التغير في المتغير التابع  $y_4$  (النسبة الهيكلية ) عند زيادة X بوحدة واحدة ، وبما أن إشارة  $\beta_1$  تبين طبيعة العلاقة العكسية أو الطردية بين نسبة الرافعة المالية و النسبة الهيكلية يظهر من خلال النموذج أن هناك علاقة طردية موجبة ، حيث أنه لما تزيد نسبة الرافعة المالية بوحدة واحدة يؤدي ذلك إلى زيادة النسبة الهيكلية ب 1.648 .

الفرع الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

بعد التوصل إلى مجموعة من النتائج في المطلب السابق سيتم في هذا المطلب تحليل ما توصلنا إليه وتفسيره ومن ثم اختبار صحة فرضيات الدراسة وذلك من اجل الوصول إلى نتيجة نهائية.

### تحليل العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية :

من خلال الجدول (4.2) الذي يبين العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية كشفت معادلة النموذج على وجود علاقة ذات دلالة احصائية في المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر التي تعتمد على الاستدانة ممثلة بنسبة الرافعة المالية وبالتالي يمكننا القول إن هذه المؤسسات تعتمد على الديون في هيكلها أي لا تعتمد على التمويل الذاتي بنسبه كبيرة.

### تحليل العلاقة بين الرفع المالي والربحية الاجمالية:

من خلال الجدول (6.2) الذي يوضح العلاقة بين الرفع المالي والربحية الاجمالية الذي يكشف على وجود دلالة احصائية بين المتغيرين وكون الرفع المالي ذو أثر مزدوج يمكن أن يؤدي إلى الاضرار بربحية المؤسسة او قد يؤدي إلى زيادة مردودية لذا يمكن القول عن العينة المدروسة ان لها علاقة بهيكلها المالي .

### العلاقة بين الرفع المالي ومعدل دوران الاصول:

بالاعتماد على الجدول رقم (8.2) الذي يمثل العلاقة بين الرفع المالي ومعدل دوران الأصول الذي ينص على عدم وجود دلالة احصائية بين المتغير  $y_1$  والمتغير  $y_3$  على ان هذه الشركات تستفيد من مزايا الرفع المالي لتحسين معدل دوران الأصول وهذا يؤكد أن السياسة الاستثمارية ليس لها علاقة السياسة التمويلية للعين محل الدراسة.

### تحليل نتائج العلاقة بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية:

بالرجوع الى الجدول (11.2) الذي يمثل العلاقة بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية حيث كشفت معادلة النموذج على وجود دلالة بين المتغيرين وبالتالي توجد علاقة طردية بين المتغيرين أي أنها بين المتغيرين يمثلان نفس السياسة التمويلية لا تعتمد بشكل كبير على الاستدانة.

## خلاصة الفصل :

خصص هذا الفصل للجانب التطبيقي من الدراسة، والغاية منه اختبار مدى تطابق الجانب النظري مع الواقع واختبار مدى تطابق الجانب النظري مع الواقع واختبار مدى صحة فرضيات الدراسة الموضوعية مسبقا. اولا تم التطرق الى وصف عينة الدراسة ومتغيرات الدراسة، ومن ثما تم عرض وتحليل وتفسير النتائج انطلاقا من المعطيات، ثم تلخيصها ومعالجتها ومن اهم النتائج المتوصل اليها في هذا الفصل تتمثل في التالي :

وجود علاقة ذات دلالة احصائية للرفع المالي If مقاسا بالديون المالية الى الاموال الخاصة على نسبة المردودية المالية RCP للشركات المسعرة للسوق المالي الجزائري بقوة 96,4%.

وجود تأثير موجب ذو دلالة احصائية عند مستوى 5% للرفع المالي على نسبة الربحية الاجمالية للشركات المدروسة بقوة 90,4% .

وجود تأثير موجب ذو دلالة احصائية عند مستوى 5% للرفع المالي على معدل دوران الاصول للشركات المسعرة و بقوة تفسيرية قدرت ب 88,2 % .

وجود علاقة ذات دلالة احصائية للرفع المالي مقاسا بالديون المالية الى الاموال الخاصة على النسبة الهيكلية لعينة الدراسة بقوة بلغت 97.7% .

الخطاتمة

## الخاتمة العامة

سعيًا من خلال تناول هذا الموضوع معالجة أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة في الشركات المسعرة في بورصة الجزائر، حيث ينظر المساهمين للمردودية على أنها تعبر عن قدرة المؤسسة في تحقيق الأرباح والمساهمة في تنمية مردودية الأموال الخاصة أما المسيرين ينظرون للمردودية على أنها الكفاءة في تسيير المؤسسة للموارد لتحقيق أقصى ربح مع أدنى تكلفة وبتالي هذه الأخيرة تعتبر أداة لقياس الفعالية الاقتصادية ومعيّار لأخذ بعض القرارات الهامة، فهي وسيلة في يد متخذ القرار في قياس أثر الاستدانة على الربحية.

ومن أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية لدراسة التي في أيدينا التي تمثلت في: إلى أي مدى يؤثر الرفع المالي على مردودية المالية في الشركات المسعرة بالبورصة؟ خلال الفترة (2014-2019) وذلك من خلال فصلين، الأول نظري تطرقنا فيه إلى المفاهيم المتعلقة بمتغيرات الدراسة (الرفع المالي، والمردودية المالية) والعلاقة بينهما أما الفصل الثاني فمنا فيه بقياس أثر الرفع على المردودية باستعمال نموذج البيانات الطويلة وتم التوصل إلى النتائج التالية:

### نتائج الدراسة واختبار الفرضيات:

من خلال نمذجة العلاقة بين الرفع المالي ومؤشرات الأداء المالي باستخدام نماذج panel، يمكن إثبات أو نفي الفرضيات التي تم اقتراحها كحلول مبدئية في المقدمة كما يلي:

- بالنسبة للفرضية الأولى التي نصت على أنه توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي المقاس بالديون

الاجمالية إلى الأموال الخاصة والمردودية المالية، توصلنا من خلال الدراسة التطبيقية للموضوع إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين ووجود علاقة عكسية بين المتغيرين في الشركات المسعرة بالبورصة وذلك راجع اعتماد الشركات على الاستدانة في تمويلها بنسبة كبيرة من خلال هذه النتيجة المتوصل فالنتيجة واقعية وهذا يثبت صحة الفرضية الرئيسية.

- تمثلت الفرضية الثانية في أنه توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي ومركبات المردودية

. بالنسبة للفرضية الثانية التي نصت على أنه توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين لعلاقة الرفع المالي بالربحية الاجمالية:

اتضح أن هناك علاقة عكسية ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين المتغيرين ومن خلال هذه النتيجة المتوصل إليها نقبل صحة الفرضية.

. بالنسبة للفرضية الثالثة التي نصت على أنه توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين لعلاقة الرفع المالي ونسبة دوران الأصول:

توصلنا من خلال الدراسة التطبيقية للموضوع إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين في الشركات من خلال هذه النتيجة المتوصل إليها نرفض صحة الفرضية.

. بالنسبة للفرضية الرابعة التي نصت على انه توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين الرفع المالي والنسبة الهيكلية وبالاعتماد على نتائج الدراسة التطبيقية:

يتضح وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين المتغيرين وبقوة تفسير قدرت ب 63.7 بالمائة ومن خلال هذه النتيجة تم اثبات صحة الفرضية.

### الاقتراحات والتوصيات:

من خلال هذه الدراسة يمكن تقديم جملة من الاقتراحات، التي تعمل على تحسين المردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة عند استعمالها آلية الرفع المالي والتي تختصرها في الآتي:

- على إدارة المؤسسات أن تعمل على توازن في الرفع المالي أي عدم اللجوء المتزايد للاستدانة وأثر ذلك على المردودية المالية لهذه المؤسسات، اي ان تنظر الى كل جوانب الرفع المالي سلبا وإيجابا
- على المؤسسات التي تعمل باستخدام الرفع المالي بطريقة متكررة، بوضع خطط وبرامج الإنتاجية الرشيدة والتقيد بالقيام بها وتنفيذها وتخلص من الأصول العاطلة عن العمل الإنتاجي من أجل تحقيق مردودية مرضية.
- يكون الرفع المالي ذو اثر ايجابي على المردودية المالية للمؤسسة، اذا استطاعت هذه الأخيرة استخدام الأموال المقترضة لتحقيق عائد على هذه الأموال يفوق الأعباء المدفوعة عليها.
- إجراء المزيد من الدراسات التشخيص 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 الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي بنسب معيارية تلائم هيكلها التمويلي مثلما نادى به نظرية MILLER & MODIGLIANI، 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 الاقتصادية تجنب الاستدانة الرفع المالي بقدر الإمكان واللجوء إلى التمويل الداخلي.

### آفاق الدراسة:

من خلال اجراءنا هذه الدراسة تبين لنا أن هناك بعض الجوانب المكملة لازال تحتاج الى المزيد من التحليل والدراسة وعليه نجد أن الباحث في مجال التمويل المؤسسة الاقتصادية ما زال مفتوحا بكل جوانب مختلفة للموضوع لذلك نقترح الآفاق البحثية التالية المكملة لهذه الدراسة:

محاولة قياس الرفع المالي بأكثر من نسبة ودراسته على الشركات المصارعة لسوق المال الجزائري.

دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية لدى الشركات المسعرة الغير مدرجة في بورصة الجزائر.



# قائمة المراجع

قائمة المصادر والمراجع

المراجع باللغة العربية

أ . الكتب:

1. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دروس وتطبيقات، الجزء الأول، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2011
2. زعيب مليكة، بوشنيقر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الطبعة السادسة، 2011 .
3. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية) ، الطبعة الأولى، دار الفكر المعاصر. دمشق، بدون سنة نشر
4. محسن أحمد الخضير، كيف تتعلم البورصة في 42 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، بدون سنة نشر
5. محمد مطر، التحليل المالي والائتماني، عمان، الاردن، دار وائل للنشر، 2003.
6. مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون سنة نشر
7. هيثم محمد الزغيبي، الادارة والتحليل المالي، عمان، الاردن، دار الفكر للطباعة والنشر، 2000
8. الياس بن ساسي، يوسف قريشي، ذهبية بن عبد الرحمان، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء الأول، دار وائل لنشر، الأردن عمان، الطبعة الثالثة، 2019

ب. المذكرات:

9. أحلام لحول، تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة.
10. أسماء ريم ، مدى تأثير الرافعة المالية على تقييم الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.
11. اسمهان جبالي، أثر الرفع المالية على الأداء المالي للمؤسسات الخدمائية، مذكرة ماستر جامعة ورقلة، 2018.
12. بداح محسن السبيعي، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في شركات المساهمة العامة الكويتية، مذكرة ماجستير جامعة الشرق الاوسط، (2012).
13. بسام محمد الاغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار ، رسالة ماجستير الجامعة التجارية غزة فلسطين، 2005.
14. بوطغان حنان، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة 20 اوت سكيكدة، 2007
15. ترايكية ايمان، حناني ايمان، دراسة اثر الرفع المالي على المردودية المالية ، رسالة ماستر ، جامعة ورقلة 2019.
16. تودرت أكلي، التحليل المالي في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماجستير م، جامعة الجزائر 3، 2009.

17. الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر3، 2012.
  18. دادان عبد الغني، تحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات ، رسالة ماجستير ، غير منشورة، جامعة الجزائر 2004.
  19. راضية بوزنادة، تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة، 2016.
  20. سماح بن دومة، أثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.
  21. لمريم عباس، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام الرفع المالي، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة
  22. ماجي مرصلي، أثر استخدام رافعي التشغيل والمالية في تخطيط ربحية المشاريع الاستثمارية، جامعة الطاهر مولاي سعيدة ، 2017.
  23. مخلوف اسماء ، دراسة الية الرافعة المالية في تقييم الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماستر ، غير منشورة ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2013.
  24. مسعودي سمية، اثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة ام البواقي.
  25. ميلي ميلودة، أثر الرفع المالي على مردودية الاموال الخاصة ودرجة المخاطرة، مذكرة ماستر، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
- ج. المجالات والمقالات:
26. احمد العلي، اثر الرفع المالي على السيولة والربحية، مجلة جامعة البعث المجلد 40، العدد، 1، 2018 .
  27. جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة الأزهر، المجلد 15، العدد 1، غزة، فلسطين، (2013).
  28. عادل صالح الراوي، محمد مزعل حميد ، اهمية الرافعة التشغيلية والمالية في تعظيم ارباح المشاريع الصناعية، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية ، المجلد 4 العدد 9.
  29. وليد احمد الصافي الشقيري نوري موسى، الرافعة المالية وآثارها في نصيب السهم العادي من الارباح المحققة و درجة المخاطرة ،مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ،العدد 21 ،العراق، (2009) .

- 1- Aivazian & Ge , The impact Of leverage on firm investment , candian evidence , Journal corporate finance. Akintoye , 2008,
- 2 - Hirt Geottrey etstanleyBlock , Foundations Of Financial management ,Paris ,1997
- 3- Dr.Nawaz Ahmed and Dr . Atif Salman and Dr . Aamir Firoz shamsi . impact of Financial Leverage on firm 's Profitability An Investigation from Sector of Pakistan , Research Journal of Finance and Accounting , Volume 6 , No 7 , 2015
- 4- kenn Ndubuisi ,Effect of financial leverage on profit growth of quoted non – financial firms Nigeria , J fin Mark , Volume 3 , No 1, 2019
- 5-Margaret Olang, Effect of Financial Leverage on Profitability of Firms Listed in the Nairobi Securities Exchange, – International journal of Science and Research (IJSR), volume 6, No 7, july 2017
- 6-Pierre vernimmen , Pascal quiry , yann finance d'entreprise , 8 éme édition , dalloz , Paris 2010 , p312 .

<http://www.sgbv.dz>

<https://www.cosob.org/>

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=144.2022/04/18 15:15>

الملاحق

ملحق رقم (1): البيانات المحاسبية لعينة الدراسة خلال الفترة (2014-2019)

	Year	نتيجة صافية	رقم الاعمال	الديون المالية	اجمالي الاصول	الاموال الخاصة
	année	Rnet	CA	DETTE	TA	Cp
ALL	2014	232,934,937.00	4,427,170,545.00	29,822,184.00	7,358,539,403.00	2737079269.00
	2015	363,021,284.00	4,431,359,330.00	1,405,098.50	4,200,085,875.00	2881705827.00
	2016	421931678.00	4,564,683,710.00	0.00	7,684,598,385.00	3085479620.00
	2017	549,187,994.00	2,828,910,650.00	0.00	8,203,294,588.00	3241417617.00
	2018	462,335,810.00	5,002,372,638.00	0.00	8,450,417,519.00	3427570433.00
	2019	482,089,560.00	5,202,063,703.00	0.00	9,915,360,362.00	4397291909.00

BIO	2014	3,854,368,188.00	48,943,049,070.00	2,034,765,980.00	32,617,332,282.00	8918701051.00
	2015	4,453,571,856.00	51,042,777,621.00	2,476,445,092.00	38,195,806,244.00	10130910248.00
	2016	552,092,789.00	56,376,333,817.00	1,053,923,329.00	40,255,181,266.00	23297757587.00
	2017	6,498,667,964.00	58,567,782,393.00	2,327,417,118.00	48,592,810,680.00	28111387251.00
	2018	7,524,939,378.00	63,055,121,574.00	1,022,000,000.00	55,386,781,342.00	33069000000.00
	2019	7,604,485,307.00	67,665,732,681.00	4,317,000,000.00	66,699,749,546.00	37737000000.00
NCA	2014	310,853,613.00	7,053,727,818.00	2,785,812,254.00	7,209,674,495.00	1981114938.00
	2015	188,985,000.00	7,490,167,433.00	3,715,627,950.00	8,340,204,758.00	2068196733.00
	2016	130,675,000.00	7,983,651,413.00	2,952,430,672.00	9,280,392,524.00	2072066347.00
	2017	-70,261,250.00	5,936,615,369.00	5,189,288,726.00	8,694,763,694.00	1369456097.00
	2018	-275,035,966.00	5,659,391,237.00	4,900,110,179.00	10,069,231,214.00	2535668947.00
	2019	-3,075,430,150.00	3,579,912,056.00	5,048,403,821.00	7,866,819,876.00	-539761203.00

الملاحق

AUR	2014	738,097,350.00	3,073,721,262.00	5,859,233,508.00	12,028,027,380.00	3936167896.00
	2015	609333773.00	2870799525.00	5180895238.00	12022764900.00	4603745255.00
	2016	331873992.00	2661576669.00	5005730561.00	11730588500.00	4601165896.00
	2017	549187994.00	2828910650.00	4657340010.00	11581590569.00	4886083348.00
	2018	439611183.00	2721919757.00	4269883781.00	11362669460.00	4960025012.00
	2019	22512054.00	2055810623.00	4543277165.00	11133677820.00	4853429113.00
SAI	2014	1477751553.00	9789025905.00	4011329296.00	31587704405.00	17590664386.00
	2015	1,143,817,990.00	9984043757.00	5540345752.00	34921900820.00	20465934577.00
	2016	150,916,105.00	10223411484.00	9783393070.00	46390536657.00	27464009197.00
	2017	1,376,295,647.00	10265897771.00	11692269905.00	48318944590.00	27931531058.00
	2018	1,174,214,390.00	10317577775.00	11544812070.00	39574343961.00	19796410397.00
	2019	793,514,004.00	9392750935.00	11213972799.00	40434178877.00	21776278416.00

من اعداد الطالبين انطلاقا من القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة .

years	id	الرفع المالي	المردودية	الربحية	م دوران الاصول	ن الهيكلية
2014	1	0,01	0,09	0,05	0,60	2,69
2015	1	0,00	0,13	0,08	1,06	1,46
2016	1	0,00	0,14	0,09	0,59	2,49
2017	1	0,00	0,17	0,19	0,34	2,53
2018	1	0,00	0,13	0,09	0,59	2,47
2019	1	0,00	0,11	0,09	0,52	2,25
2014	2	0,23	0,43	0,08	1,50	3,66
2015	2	0,24	0,44	0,09	1,34	3,77
2016	2	0,05	0,02	0,01	1,40	1,73
2017	2	0,08	0,23	0,11	1,21	1,73
2018	2	0,03	0,23	0,12	1,14	1,67
2019	2	0,11	0,20	0,11	1,01	1,77
2014	3	1,41	0,16	0,04	0,98	3,64
2015	3	1,80	0,09	0,03	0,90	4,03
2016	3	1,42	0,06	0,02	0,86	4,48
2017	3	3,79	-0,05	-0,01	0,68	6,35

2018	3	1,93	-0,11	-0,05	0,56	3,97
2019	3	-9,35	5,70	-0,86	0,46	-14,57
2014	4	1,49	0,19	0,24	0,26	3,06
2015	4	1,13	0,13	0,21	0,24	2,61
2016	4	1,09	0,07	0,12	0,23	2,55
2017	4	0,95	0,11	0,19	0,24	2,37
2018	4	0,86	0,09	0,16	0,24	2,29
2019	4	0,94	0,00	0,01	0,18	2,29
2014	5	0,23	0,08	0,15	0,31	1,80
2015	5	0,27	0,06	0,11	0,29	1,71
2016	5	0,36	0,01	0,01	0,22	1,69
2017	5	0,42	0,05	0,13	0,21	1,73
2018	5	0,58	0,06	0,11	0,26	2,00
2019	5	0,51	0,04	0,08	0,23	1,86

المصدر : من اعداد الطالبتين

الملحق رقم (03): نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي و المردودية المالية .

نموذج الانحدار التجميعي

DependentVariable: Y1  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/20/22 Time: 18:10  
 Sample: 2014 2019  
 Periodsincluded: 6  
 Cross-sections included: 5  
 Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.468010	0.073659	6.353727	0.0000
X	-0.471325	0.036652	-12.85956	0.0000
Root MSE	0.383722	R-squared		0.855199
Meandependent var	0.301830	Adjusted R-squared		0.850027
S.D. dependent var	1.025633	S.E. of regression		0.397190
Akaike info criterion	1.055538	Sumsquaredresid		4.417282
Schwarz criterion	1.148951	Log likelihood		-13.83307
Hannan-Quinn criter.	1.085421	F-statistic		165.3683
Durbin-Watson stat	0.668459	Prob(F-statistic)		0.000000

نموذج التأثيرات الثابتة

DependentVariable: Y1  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/20/22 Time: 18:12  
 Sample: 2014 2019  
 Periodsincluded: 6  
 Cross-sections included: 5  
 Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.470527	0.039475	11.91963	0.0000
X	-0.478465	0.020009	-23.91221	0.0000

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.190274	R-squared		0.964396
Meandependent var	0.301830	Adjusted R-squared		0.956979
S.D. dependent var	1.025633	S.E. of regression		0.212732
Akaike info criterion	-0.080707	Sumsquaredresid		1.086122
Schwarz criterion	0.199533	Log likelihood		7.210601
Hannan-Quinn criter.	0.008944	F-statistic		130.0171
Durbin-Watson stat	2.710058	Prob(F-statistic)		0.000000

Dependent Variable: Y1  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 05/20/22 Time: 18:13  
 Sample: 2014 2019  
 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	0.470416	0.188031	2.501801	0.0185
X	-0.478149	0.019993	-23.91628	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.411080	0.7888
Idiosyncratic random		0.212732	0.2112

Weighted Statistics			
Root MSE	0.202377	R-squared	0.954684
Mean dependent var	0.062390	Adjusted R-squared	0.953066
S.D. dependent var	0.966938	S.E. of regression	0.209480
Sumsquared resid	1.228696	F-statistic	589.8864
Durbin-Watson stat	2.395650	Prob(F-statistic)	0.000000

Unweighted Statistics			
R-squared	0.855019	Mean dependent var	0.301830
Sumsquared resid	4.422750	Durbin-Watson stat	0.665542

اختبار RFE

Redundant Fixed Effects Tests  
 Equation: Untitled  
 Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	18.402133	(4,24)	0.0000
Cross-section Chi-square	42.087332	4	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: Y1  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/20/22 Time: 18:28  
 Sample: 2014 2019  
 Periods included: 6  
 Cross-sections included: 5  
 Total panel (balanced) observations: 30

## 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	0.150448	1	0.6981

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X	-0.478465	-0.478149	0.000001	0.6981

ملحق رقم ( 04 ): نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي و الربحية الاجمالية

نموذج الانحدار التجميعي

DependentVariable: Y2

Method: Panel Least Squares

Date: 05/20/22 Time: 18:35

Sample: 2014 2019

Periodsincluded: 6

Cross-sections included: 5

Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.035318	0.021051	1.677737	0.1045
X	0.074462	0.010475	7.108880	0.0000
Root MSE	0.109662	R-squared		0.643476
Meandependent var	0.061571	Adjusted R-squared		0.630743
S.D. dependent var	0.186799	S.E. of regression		0.113511
Akaike info criterion	-1.449491	Sumsquaredresid		0.360774
Schwarz criterion	-1.356078	Log likelihood		23.74237
Hannan-Quinn criter.	-1.419608	F-statistic		50.53618
Durbin-Watson stat	0.503497	Prob(F-statistic)		0.000000

## نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: Y2  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/20/22 Time: 18:36  
 Sample: 2014 2019  
 Periods included: 6  
 Cross-sections included: 5  
 Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.035956	0.011745	3.061326	0.0054
X	0.072650	0.005954	12.20280	0.0000

## Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.056614	R-squared	0.904978
Mean dependent var	0.061571	Adjusted R-squared	0.885182
S.D. dependent var	0.186799	S.E. of regression	0.063296
Akaike info criterion	-2.505118	Sumsquaredresid	0.096155
Schwarz criterion	-2.224879	Log likelihood	43.57678
Hannan-Quinn criter.	-2.415467	F-statistic	45.71471
Durbin-Watson stat	1.849128	Prob(F-statistic)	0.000000

## نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: Y2  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 05/20/22 Time: 18:38  
 Sample: 2014 2019  
 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	0.035925	0.053241	0.674762	0.5054
X	0.072739	0.005948	12.22892	0.0000

## Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.116118	0.7709
Idiosyncratic random	0.063296	0.2291

## Weighted Statistics

Root MSE	0.060183	R-squared	0.846486
Mean dependent var	0.013375	Adjusted R-squared	0.841004
S.D. dependent var	0.156228	S.E. of regression	0.062295
Sumsquaredresid	0.108658	F-statistic	154.3940

## الملاحق

Durbin-Watson stat	1.637853	Prob(F-statistic)	0.000000
UnweightedStatistics			
R-squared	0.643132	Meandependent var	0.061571
Sumsquaredresid	0.361123	Durbin-Watson stat	0.492814

اختبار REF

RedundantFixedEffects Tests  
Equation:Untitled  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	16.512107	(4,24)	0.0000
Cross-section Chi-square	39.668814	4	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:  
DependentVariable: Y2  
Method: Panel Least Squares  
Date: 05/20/22 Time: 18:37  
Sample: 2014 2019  
Periodsincluded: 6  
Cross-sections included: 5  
Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.035318	0.021051	1.677737	0.1045
X	0.074462	0.010475	7.108880	0.0000
Root MSE	0.109662	R-squared		0.643476
Meandependent var	0.061571	Adjusted R-squared		0.630743
S.D. dependent var	0.186799	S.E. of regression		0.113511
Akaike info criterion	-1.449491	Sumsquaredresid		0.360774
Schwarz criterion	-1.356078	Log likelihood		23.74237
Hannan-Quinn criter.	-1.419608	F-statistic		50.53618
Durbin-Watson stat	0.503497	Prob(F-statistic)		0.000000

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	0.120893	1	0.7281

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X	0.072650	0.072739	0.000000	0.7281

ملحق رقم (05): نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي و نسبة دوران الاصول

نموذج الانحدار التجميعي

DependentVariable: Y3  
Method: Panel Least Squares  
Date: 05/20/22 Time: 18:43  
Sample: 2014 2019  
Periodsincluded: 6  
Cross-sections included: 5  
Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.621435	0.078047	7.962276	0.0000
X	0.001192	0.038835	0.030704	0.9757
Root MSE	0.406583	R-squared		0.000034
Meandependent var	0.621855	Adjusted R-squared		-0.035679
S.D. dependent var	0.413540	S.E. of regression		0.420853
Akaike info criterion	1.171274	Sumsquaredresid		4.959284
Schwarz criterion	1.264687	Log likelihood		-15.56911
Hannan-Quinn criter.	1.201158	F-statistic		0.000943
Durbin-Watson stat	0.165186	Prob(F-statistic)		0.975723

## نموذج التأثيرات الثابتة

DependentVariable: Y3  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/20/22 Time: 18:43  
 Sample: 2014 2019  
 Periodsincluded: 6  
 Cross-sections included: 5  
 Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.612704	0.028945	21.16775	0.0000
X	0.025954	0.014672	1.768996	0.0896

## EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.139519	R-squared	0.882252
Meandependent var	0.621855	Adjusted R-squared	0.857721
S.D. dependent var	0.413540	S.E. of regression	0.155987
Akaike info criterion	-0.701234	Sumsquaredresid	0.583965
Schwarz criterion	-0.420994	Log likelihood	16.51851
Hannan-Quinn criter.	-0.611583	F-statistic	35.96502
Durbin-Watson stat	1.490430	Prob(F-statistic)	0.000000

## نموذج التأثيرات العشوائية

DependentVariable: Y3  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 05/20/22 Time: 18:45  
 Sample: 2014 2019  
 Periodsincluded: 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	0.612966	0.167655	3.656118	0.0010
X	0.025212	0.014664	1.719374	0.0966

## EffectsSpecification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.369258	0.8486
Idiosyncraticrandom	0.155987	0.1514

## WeightedStatistics

Root MSE	0.154094	R-squared	0.091716
Meandependent var	0.105683	Adjusted R-squared	0.059277
S.D. dependent var	0.164451	S.E. of regression	0.159503
Sumsquaredresid	0.712353	F-statistic	2.827349
Durbin-Watson stat	1.215702	Prob(F-statistic)	0.103794

UnweightedStatistics

R-squared	-0.013628	Meandependent var	0.621855
Sumsquaredresid	5.027039	Durbin-Watson stat	0.172270

اختبار RFE

RedundantFixedEffects Tests  
Equation:Untitled  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	44.954556	(4,24)	0.0000
Cross-section Chi-square	64.175241	4	0.0000

الملحق (06): نتائج اختبار العلاقة بين الرفع المالي و النسبة الهيكلية .  
نموذج الانحدار التجميعي

DependentVariable: Y4  
Method: Panel Least Squares  
Date: 05/20/22 Time: 18:49  
Sample: 2014 2019  
Periodsincluded: 6  
Cross-sections included: 5  
Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.503800	0.153284	9.810528	0.0000
X	1.601984	0.076272	21.00352	0.0000

Root MSE	0.798525	R-squared	0.940317
Meandependent var	2.068627	Adjusted R-squared	0.938186
S.D. dependent var	3.324495	S.E. of regression	0.826551
Akaike info criterion	2.521231	Sumsquaredresid	19.12924
Schwarz criterion	2.614644	Log likelihood	-35.81847
Hannan-Quinn criter.	2.551115	F-statistic	441.1478
Durbin-Watson stat	0.667005	Prob(F-statistic)	0.000000

نموذج التأثيرات الثابتة

DependentVariable: Y4  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 05/20/22 Time: 18:50  
 Sample: 2014 2019  
 Periodsincluded: 6  
 Cross-sections included: 5  
 Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.487446	0.102364	14.53102	0.0000
X	1.648368	0.051886	31.76877	0.0000

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.493403	R-squared	0.977214
Meandependent var	2.068627	Adjusted R-squared	0.972466
S.D. dependent var	3.324495	S.E. of regression	0.551642
Akaike info criterion	1.825020	Sumsquaredresid	7.303402
Schwarz criterion	2.105259	Log likelihood	-21.37530
Hannan-Quinn criter.	1.914671	F-statistic	205.8519
Durbin-Watson stat	1.802319	Prob(F-statistic)	0.000000

نموذج التأثيرات العشوائية

DependentVariable: Y4  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 05/20/22 Time: 18:51  
 Sample: 2014 2019  
 Periodsincluded: 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	1.490331	0.244300	6.100424	0.0000
X	1.640186	0.051715	31.71617	0.0000

EffectsSpecification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.496015	0.4471
Idiosyncraticrandom	0.551642	0.5529

WeightedStatistics

Root MSE	0.558574	R-squared	0.970329
Meandependent var	0.855202	Adjusted R-squared	0.969270
S.D. dependent var	3.298216	S.E. of regression	0.578179
Sumsquaredresid	9.360150	F-statistic	915.6944
Durbin-Watson stat	1.393401	Prob(F-statistic)	0.000000

Unweighted Statistics

R-squared	0.939783	Mean dependent var	2.068627
Sumsquared resid	19.30063	Durbin-Watson stat	0.675752

اختبار RFE

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: Untitled  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.715340	(4,24)	0.0001
Cross-section Chi-square	28.886335	4	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	3.758761	1	0.0525

الملحق رقم (07): الجدول الاحصائي لدارين واسطون

n	k = 1		k = 2		k = 3		k = 4		k = 5	
	d <sub>1</sub>	d <sub>2</sub>								
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	1.47	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

K: عدد المتغيرات

II	الاهداء
III	اهداء
IV	شكر وتقدير
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الاختصارات والرموز
X	قائمة الاشكال
XI	قائمة الملاحق
ب	مقدمة عامة:
	الفصل الأول: الإطار النظري للرفع المالي والمردودية المالية
2	تمهيد:
3	المبحث الأول: الادبيات النظرية للرفع المالي ومردودية الأموال الخاصة.
3	المطلب الأول: جوهر مردودية الأموال الخاصة.
3	الفرع الأول : ماهية المردودية المالية
4	الفرع الثاني : قياس المردودية
5	الفرع الثالث : مراقبة المردودية.
5	المطلب الثاني: أنواع المردودية.

5.....	الفرع الأول : المردودية الاقتصادية.....
6.....	الفرع الثاني : المردودية المالية .....
7.....	الفرع الثالث: المركبات الأساسية للمردودية المالية .....
9.....	المطلب الثالث: آلية الرفع المالي.....
9.....	الفرع الأول :جوهر اثر الرافعة المالي.....
12.....	الفرع الثاني: الصيغة الرياضية لاثر الرافعة.....
14.....	الفرع الثالث: حالات الرفع المالي.....
16.....	المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول الرفع المالي والمردودية المالية.....
16.....	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة .....
16.....	الفرع الأول: الدراسات العربية .....
18.....	الفرع الثاني : الدراسات الأجنبية.....
20.....	المطلب الثاني: موقع الدراسة من الدراسات السابقة .....
24.....	خلاصة الفصل: .....
	الفصل الثاني: دراسة تطبيقية لأثر الرفع المالي على المردودية المالية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر
26.....	تمهيد:.....
27.....	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة .....
27.....	المطلب الأول: المنهج وعينة الدراسة .....
27.....	الفرع الأول: منهجية الدراسة ونموذج .....
28.....	الفرع الثاني: المجتمع و عينة.....
31.....	المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة والأدوات المستخدمة في التحليل .....

31.....	الفرع الأول : تحديد متغيرات الدراسة.....
31.....	الفرع الثاني : مراحل الدراسة.....
32.....	الفرع الثالث: المتغيرات المستخدمة في التحليل.....
33 .....	المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها.....
33 .....	المطلب الاول: عرض نتائج الدراسة التطبيقية.....
33.....	الفرع الأول: عرض نتائج النسب المردودية ومركباتها ونسبة الرافعة المالية.....
36.....	الفرع الثاني: عرض نتائج دراسة اثر الرفع المالي على المردودية المالية.....
47 .....	المطلب الثاني: تحليل نتائج الدراسة ومناقشتها.....
46.....	الفرع الأول: تحليل نتائج الدراسة.....
53.....	الفرع الثاني: مناقشة نتائج الدراسة.....
56 .....	خلاصة الفصل :
59.....	الخاتمة العامة.....
67.....	الملاحق.....
83.....	الفهرس.....