

أثر المزيج التمويلي للمؤسسة على الرافعة المالية (حالة مؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2019)
The Effect of the Company's Financing Mix on Financial Leverage (The Case of "El Eurassi" Company During The period 2015- 2019)

إسلام بouden^{1*}، عبد العزيز قتال²

¹مخبر المقاولاتية وإدارة المنظمات، جامعة العربي التبسي، تبسة (الجزائر) (islam.bouden@univ-tebessa.dz)
²مخبر المقاولاتية وإدارة المنظمات، جامعة العربي التبسي، تبسة (الجزائر) (Abdelaziz.gattal@univ-tebessa.dz)

تاريخ الاستلام: 2023/03/31؛ تاريخ القبول: 2023/05/16؛ تاريخ النشر: 2023/06/10

ملخص: تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أثر المزيج التمويلي للمؤسسة على الرافعة المالية دراسة حالة مؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة (2015 – 2019)، وقد حاولنا خلال هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية المطروحة والمتمثلة في: إلى أي مدى يمكن للمزيج التمويلي التأثير على الرافعة المالية لمؤسسة " الأوراسي "؟، وقد اعتمدنا على المنهج الوصفي لدراسة الجوانب النظرية للموضوع إضافة إلى المنهج التحليلي لدراسة الجزء التطبيقي.

وخلصت الدراسة إلى أن تشكيلة المزيج التمويلي لمؤسسة " الأوراسي " لها تأثير واضح على رافعتها المالية، حيث أن أثر الرافعة المالية مقترن بقيمة الفرق بين معدل المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون، فإذا كان هذا المقدار موجبا فإنه كلما زاد حجم الديون عن الأموال الخاصة كلما كان أثر الرافعة موجبا وهذا ما حدث في السنوات الأربع الأولى من الدراسة (2015 – 2018)، أما إذا كان هذا المقدار سالبا فإن زيادة الديون عن الأموال الخاصة يؤدي إلى سلبية الأثر في الرافعة المالية وهذا ما شهدته المؤسسة خلال السنة الأخيرة من الدراسة.

الكلمات المفتاح: مزيج تمويلي؛ أثر الرافعة المالية؛ مؤسسة " الأوراسي "؛ مردودية مالية.

تصنيف JEL: F65 ؛ G32.

Abstract: This study aims to highlight the effect of the company's financing mix on financial leverage the case of " El Eurassi " company during the period (2015 – 2019), we have tried during this study the answer to the problem represented by : how can the financing mix to effect on financial leverage for " El Eurassi " company ?, and we depended on descriptive approach to study the theoretical aspects of the topic add to analytical approach to study the application part.

The study reached to the composition of the financing mix for " El Eurassi " company affect its financial leverage, where the financial leverage is related to value of the difference between economic return rate and the cost of funding, if the amount is positive and whenever increased the debts about capital whenever the effect of financial leverage is positive and that's what happened during the first four years of study (2015 – 2018), as for if the amount is negative that increased the debts about capital leads to the effect of financial leverage is negative and that's what happened during the last year of study.

Keywords: Financing Mix; Effect of Financial Leverage; "El Eurassi" Company; Financial Profitability.

Jel Classification Codes : F65 ; G32.

* المؤلف المرسل.

- تمهيد :

تعد المؤسسة الاقتصادية المحرك الرئيسي لعجلة النمو الاقتصادي لكل دولة، حيث أن تطور الدول مربوط بمدى قدرة مؤسساتها على تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة، إلا أن قيام المؤسسة بمزاولة أي نشاط اقتصادي يتطلب منها توفير موارد تمويلية كبيرة من أجل سد احتياجاتها المختلفة من جهة والقيام باستثمارات إضافية من جهة أخرى، ولا يكون ذلك إلا من خلال إعداد مزيج تمويلي يلائم نشاطها عن طريق البحث عن مصادر التمويل المناسبة سواء كانت قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل.

وتختلف تركيبة المزيج التمويلي من مؤسسة إلى أخرى، حيث لا توجد طريقة مباشرة توصل جميع المؤسسات إلى تشكيل هيكلها المالي، وكما هو معروف أن أول مصدر تمويلي يمكن أن تلجأ إليه المؤسسة هو التمويل بالملكية، أي اعتمادها على أموالها الخاصة والتي يتم توليدها من المصادر الداخلية كالأرباح المحتجزة أو عن طريق طرحها لأسهمها للاكتتاب العام على الجمهور.

وفي حالة عدم كفاية الأموال التي يتم توليدها داخليا فإن المؤسسة تلجأ إلى الديون، هذه الأخيرة يترتب اللجوء إليها ما يعرف بالرافعة المالية، والتي هي عبارة عن إجمالي الالتزامات على مجموع الأصول، وبالرغم من وجود عدة مزايا لاستخدام الرافعة المالية كالاستفادة من الوفر الضريبي إلا أن الاعتماد على الديون بشكل مبالغ فيه قد يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس والخروج عن دائرة الأعمال خاصة إذا فاقت تكلفة هذه الأموال العائد المتوقع من استثمارها.

مما سبق يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي: إلى أي مدى يمكن أن يؤثر المزيج التمويلي للمؤسسة على الرفعة المالية؟

- فرضيات الدراسة: تقوم هذه الدراسة على الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى: يترجم المزيج التمويلي للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها؛
- الفرضية الثانية: تتمتع مؤسسة " الأوراسي " بالاستقلالية المالية في تركيبة مزيج التمويل؛
- الفرضية الثالثة: لجوء مؤسسة " الأوراسي " إلى الاستدانة خلف أثراً إيجابياً على رافعتها المالية.
- أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف نوجزها فيما يلي:
- إعطاء نظرة عامة حول المزيج التمويلي للمؤسسة، من خلال التعرف على مفهومه، خصائصه وأهم مكوناته؛
- التطرق إلى الجوانب النظرية للرافعة المالية؛
- دراسة وتحليل المردودية الاقتصادية والمردودية المالية واستخلاص أثر لجوء المؤسسة إلى الاستدانة؛
- اختبار أثر المزيج التمويلي على الرفعة المالية للمؤسسة على أرض الواقع من خلال دراسة ميدانية لمؤسسة " الأوراسي " خلال فترة زمنية معينة.

- الدراسات السابقة:

◀ دراسة Strisno (2016) بعنوان: Capital Structure Determinants and Their Impacte on Firme Value ، والهدف من هذه الدراسة هو تحديد الأثر الذي يخلفه هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة، حيث شملت عينة الدراسة على 125 مؤسسة صناعية مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة (2008-2011)، وقد استخدم الباحث دراسة إحصائية قياسية بواسطة الانحدار الخطي المتعدد لقياس هذا الأثر. وخلصت الدراسة إلى أن الرفع المالي له تأثير معنوي كبير على قيمة المؤسسة على غرار هيكل الأصول والربحية، في حين لم يكن لحجم المؤسسة ونموها أي تأثير على قيمة المؤسسة.

◀ دراسة سليم مجلخ ووليد بشيشي (2019) بعنوان: محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR، وكان الهدف من هذه الدراسة هو التعرف على محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وتحديد العوامل المؤثرة على الهيكل المالي في مؤسسة الأجر بروج صباط قالم (2010-2016) باستخدام نموذج قياسي. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن محددات الهيكل المالي تنقسم إلى كمية ونوعية ومحددات أخرى، إضافة إلى أن كل من السيولة، الربحية، المردودية الاقتصادية والمالية وهيكل الأصول هي العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسة الأجر الأحمر، كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن هيكل الأصول للمؤسسة الأجر يؤثر تأثير سلبي قوي في المدى الطويل دون المدى القصير على الهيكل المالي، في حين أن تأثير بقية المتغيرات ضعيف جدا في المدى الطويل ومنعدم في المدى القصير.

◀ دراسة فاطمة محمد عسيري (2020) بعنوان: أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية دراسة تطبيقية، وهدفت الدراسة إلى التعرف على أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية، حيث تكونت عينة الدراسة من 75 شركة مسعرة في سوق الأوراق المالية السعودي، باستخدام أسلوب المسح الشامل لكافة الشركات، وتم تحليل البيانات باستخدام أسلوب Panal Data من خلال البرنامج الإحصائي Data . وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الديون قصيرة الأجل لها تأثير سلبي على عائد السهم

السوقي، في حين لا يوجد تأثير للديون طويلة الأجل على عائد السهم السوقي، كما أن حقوق الملكية له تأثير سلبى على عائد السهم السوقي إذ أن زيادة التمويل عن طريق حقوق الملكية يؤدي إلى انخفاض عائد السهم السوقي.

دراسة بلقاسمي الزايدى وشلاي نعيمة (2022) بعنوان: الرفع المالي وأثره على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2010-2020)، تهدف هذه الدراسة إلى محاولة الوقوف على مدى تأثير الهيكل المالي على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان في الفترة محل الدراسة، حيث تمت معالجة بيانات الدراسة إحصائياً وقياسياً باستخدام نماذج البانل، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الرفع المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، وأن كل من معدلي العائد على حقوق الملكية والأصول وربحية السهم تؤثر إيجابياً على القيمة السوقية للمؤسسة، كما تبين وجود أثر معنوي سالب لنسبة المديونية على القيمة السوقية، ووفق هذه النتائج فقد تم التوصل إلى أن 76,78% من التغير في القيمة السوقية للمؤسسة يفسر من خلال متغيرات هذه الدراسة.

تشارك هذه الدراسة مع الدراسات السابقة في محاولة إبراز الدور الذي يحدده الهيكل أو المزيج التمويلي في تعظيم قيمة المؤسسة، ورغم القيمة العلمية لهذه الدراسات إلا أنها تختلف مع دراستنا الحالية في كونها تتناول متغير واحد فقط إما المزيج التمويلي أو الرافعة المالية دون إعطاء أثر مباشر للعلاقة بين هاذين المتغيرين، كما أن الدراسات السابقة قامت بمعالجة البيانات بواسطة برامج إحصائية وقياسية باستخدام عدة نماذج، عكس ما تناولناه في دراستنا والمتمثل في تحليل مختلف القوائم المالية لمؤسسة "الأوراسي" خلال فترة معينة من أجل إبراز الأثر الذي يخلفه المزيج التمويلي على الرافعة المالية لهذه المؤسسة.

1.1- الإطار النظري للمزيج التمويلي:

1.1-1 مفهوم المزيج التمويلي: يشير مفهوم المزيج التمويلي أو ما يطلق عليه بالهيكل المالي إلى العلاقة بين مصادر التمويل طويلة الأجل ومصادر التمويل قصيرة الأجل، حيث يعد المزيج التمويلي قراراً مهماً للإدارة المالية لارتباطه ارتباطاً وثيقاً بقيمة المؤسسة وتأثيره الواضح عليها، ويتنوع المزيج التمويلي من حيث التمويل الدائم (الديون طويلة الأجل)، والتمويل المؤقت (الديون قصيرة الأجل) إضافة إلى حقوق الملكية وحقوق المساهمين. (Paramasivan & Subramanian, 2009, p. 48)

ويعرف المزيج التمويلي بأنه: " كل المصادر التمويلية الطويلة الأجل والقصيرة الأجل، والمعروفة محاسبياً بالخصوم والتي تمثل مجموع الالتزامات التي تترتب على المؤسسة مقابل الحصول على مجموع الأصول". (الراوي و وآخرون، 2002، صفحة 17) كما يعرف المزيج التمويلي أيضاً بأنه: " ذلك الهيكل الذي يضم كافة مصادر التمويل أو جانب المطلوبات وحقوق الملكية في كشف الميزانية، حيث يمثل هذا المزيج الأسلوب الذي تعتمده المؤسسة في تمويل موجوداتها، كما أنه يعكس السياسة المالية التي تتبعها المؤسسة في تحديد مزيج الأدوات المالية المستخدمة في تمويل الاحتياجات المالية". (محمد عسيري، 2020، صفحة 61) مما سبق يمكن القول أن المزيج التمويلي هو عبارة عن الخليط المكون من مختلف المصادر التمويلية التي يتم اختيارها من قبل المؤسسة والمكونة من الأموال الخاصة والديون القصيرة والطويلة الأجل، وذلك من أجل تمويل أصولها المختلفة.

1.1-2 خصائص المزيج التمويلي: هناك العديد من الخصائص أو السمات التي يتصف بها المزيج التمويلي تتمثل في: (مرسي و اللحلح، 2007، صفحة 255)

- **الربحية:** يجب أن يكون المزيج التمويلي نافعا للمؤسسة من خلال الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة.
- **المرونة:** ويعني ذلك ألا يتصف المزيج التمويلي بالجمود، وإنما يتعين عليه أن يتميز بالمقدرة على تعديل مصادر الأموال (أموال الملكية والاستدانة)، وذلك تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل التكاليف.
- **القدرة على الوفاء بالدين:** يجب ألا تتجاوز المؤسسة الحد الأقصى للاقتراض الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي نفس الوقت يجب الملاك أي مخاطر مالية إضافية.

- **الرقابة:** يجب أن يتضمن المزيج التمويلي أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.

1.1-3 مكونات المزيج التمويلي:

- **التمويل بالملكية:** تتمثل في الأموال التي تخص المؤسسة وتملكها، ومن أهم مكوناتها رأس المال الصادر (الأسهم)، الأرباح المحتجزة والاحتياطات، ويشير رأس المال الصادر إلى ضرب القيمة الاسمية للسهم في عدد الأسهم، ويتعلق بالمؤسسات المصدرة للأسهم بالبورصة.
- **التمويل بالاستدانة:** يتم التمويل بالاستدانة بموجب شروط وإجراءات تتحدد في ضوء توفر الأموال وعوائد الفرصة البديلة وبعد تقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها.

إن التمويل عن طريق الاستدانة والذي يمثل الأموال المقترضة يحتم على المؤسسة عادة دفع فوائد دورية ثابتة، إضافة إلى دفع أصل المبلغ المقترض إلى المقترضين، وبالتالي فإذا تمكنت المؤسسة من تحقيق عوائد تزيد عن ما هو مطلوب تسديده للمقترضين فإنه بإمكانها أن توزع الفائض على المالكين أو إعادة استثماره مرة أخرى لتحقيق ربح أكبر. أما بالنسبة للتمويل بالملكية من خلال الأموال الخاصة فإنه لا يترتب على المؤسسة توزيع أرباح، حيث يترك لها الخيار لتوزيع المقسوم أو إعادة شراء الأسهم على المالكين. (سهايلية و بوكثير، 2017، صفحة 244)

2.I- الرافعة المالية وعلاقتها بالمزيج التمويلي:

1-2.I مفهوم الرافعة المالية: إن المقصود بمصطلح رافعة في علم الطبيعة أو في الفيزياء استخدام أداة صغيرة لرفع أشياء ثقيلة نسبياً، أما في مجال الإدارة المالية فإن الرفع يشير إلى استخدام عبء ثابت للتأثير على العائد المتوقع، وهذا العبء قد يرجع إلى الأصول (تكاليف ثابتة)، وبالتالي نتكلم عن الرافعة التشغيلية، أو إلى التمويل الخارجي (فوائد على القروض) وبالتالي نتكلم عن الرافعة المالية. (بومدين و ساهل، 2016، صفحة 47)

ويقصد بالرافعة المالية مدى اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها التمويلية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة في هذه الحالة هي الفوائد المدفوعة لهذه المؤسسات، أما إذا كانت المؤسسة تصدر أسهما ممتازة فإن التكاليف المدفوعة هنا تكمن في أرباح الأسهم الممتازة التي تدفعها لحاملها، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة حسب ما نص عليه قانون المؤسسات. (العصار و وآخرون، 2001، صفحة 286)

2-2.I دراسة وتحليل المردودية: إن المقصود بالمردودية: " الفائض النقدي الناتج عن الفرق بين العمليات الداخلية والخارجية للمؤسسة، وبالتالي فهي العلاقة بين النتائج المحققة وحجم تكلفة الأموال المستثمرة ". (Lauzel, 1996, p. 24)

كما يشير مفهوم المردودية في عمومها إلى الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها، حيث نجد أن الأموال المستثمرة تضم كلا من الأموال الخاصة والديون والتي تساهم بدورها في تشكيل النتيجة، وهذا ما يشكل نوعاً من المردودية نطلق عليها المردودية المالية أو مردودية الأموال الخاصة، ويمكن حسابها كالآتي: (الأرقم، 1999، صفحة 32)

$$\frac{Rn \text{ النتيجة الصافية}}{Cp \text{ الأموال الخاصة}} = Rf \text{ المردودية المالية}$$

وكذلك الأصول الاقتصادية ساهمت في تحقيق نتيجة الاستغلال، وهو ما ينتج عنه نوعاً من المردودية نسميها المردودية الاقتصادية. وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية } Re = \frac{\text{نتيجة الاستغلال } Rex}{\text{الأصول الاقتصادية } AE}$$

3-2.I أثر الرافعة المالية: يشير مفهوم أثر الرافعة المالية إلى الأثر الذي يحدثه اللجوء إلى الاستدانة من أجل الرفع من مردودية الأموال الخاصة، من خلال الفائض الناجم عن الفرق الموجب بين مردودية الديون المستثمرة وتكلفتها مادامت هذه الأخيرة بمعدل أقل من معدل المردودية الاقتصادية، وذلك كما يلي: (بن ساسي و قريشي، 2006، صفحة 274)

$$Rf = \left\{ Re + (Re - i) \frac{D}{CP} \right\} (1 - t)$$

حيث أن:

i: تكلفة الديون وتحسب بقسمة المصاريف المالية على الديون؛

D: الديون المالية؛

CP: الأموال الخاصة؛

t: معدل الضريبة.

من خلال العلاقة السابقة نجد أنه عند مستوى استدانة معين فإن معدل المردودية المالية عبارة عن معدل المردودية الاقتصادية مضافاً إليها أثر الرفع المالي، حيث أن:

$$\text{المردودية المالية} = \text{المردودية الاقتصادية} + \text{أثر الرفع المالي.}$$

4-2.I العلاقة بين المزيج التمويلي والرافعة المالية: من العلاقة السابقة نجد أن أثر الرافعة المالية يتوقف على المقدار (Re -

$$i) \frac{D}{CP}$$

ويعليه يمكن أن نميز بين ثلاث حالات:

- الحالة الأولى: $(Re - i) > 0$ في هذه الحالة يكون للرفع المالي أثر إيجابي أي أن اللجوء إلى الاستدانة له أثر موجب على المردودية المالية للمؤسسة؛
- الحالة الثانية: $(Re - i) < 0$ في هذه الحالة يكون للرفع المالي أثر سلبي أي أن اللجوء إلى الاستدانة له أثر سالب على المردودية المالية للمؤسسة؛
- الحالة الثالثة: $(Re - i) = 0$ في هذه الحالة يكون للرفع المالي أثر حيادي أي أن اللجوء إلى الاستدانة لا يغير من قيمة المردودية المالية للمؤسسة.

إن التحليل ينبغي أن لا يهمل أثر المقدار $\left(\frac{D}{CP}\right)$ والذي يطلق عليه بذراع الرافعة، والذي يمكن بدوره التأثير على الرافعة المالية للمؤسسة، فالمؤسسة التي تعتمد على الديون في تمويل استثماراتها على حساب أموالها الخاصة يمكن أن تحقق أثرا إيجابيا لرافعتها المالية شرط أن يكون المقدار $(Re - i)$ موجبا، وبهذا نقول أن المؤسسة استفادت من الأثر الإيجابي لرافعتها المالية. أما إذا كان المقدار $(Re - i)$ سالبا فإن الاستدانة تؤثر سلبا على الرافعة المالية للمؤسسة مادام معدل المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة، وبالتالي فمن مصلحة المؤسسة الاعتماد على الأموال الخاصة بدل لجوئها إلى الديون.

ولذلك يمكن القول أن للاستدانة أثر إيجابي على المؤسسة، إلا أنها تبقى محدودة وهذا للأسباب التالية:

- كلما زاد حجم الديون D كلما زادت معه تكلفة الاستدانة i ، وبالتالي يتقلص المقدار $(Re - i)$ ؛
- يحدد المقرضون عادة التزاماتهم اتجاه أموالهم الخاصة؛
- زيادة الديون يقلل من استقلالية المؤسسة.

وبالتالي يجب على المؤسسة اختيار مزيج تمويلي يعتمد على الديون لكنه متوسط بين المردودية والخطر.

II - الطريقة والأدوات :

II - 1 - مجتمع وعينة الدراسة: بهدف محاولة الإجابة على التساؤل الرئيسي للبحث وتدعيم الجانب النظري، سيتم إجراء الدراسة التطبيقية على إحدى أهم المؤسسات الجزائرية التي تمارس نشاط التسيير الفندقية وهي مؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى سنة 2019، وهذا من خلال دراسة وتحليل الهيكل المالي للمؤسسة خلال فترة الدراسة من أجل إبراز الدور الذي يلعبه المزيج التمويلي على رافعتها المالية.

II - 2 - المنهج المتبع: بغرض الإجابة على الأسئلة المطروحة، تم الاعتماد على المنهج الاستنباطي من خلال أداته الوصف والتحليل، بحيث تم استخدام أداة الوصف فيما يخص الجوانب النظرية الخاصة بالمزيج التمويلي والرافعة المالية، أما التحليل فقد تم استخدامه في تحليل الجداول الخاصة بميزانية وجدول حسابات النتائج للمؤسسة، الهيكل المالي، وأهم المؤشرات المستخدمة في دراسة العلاقة بين المزيج التمويلي والرافعة المالية.

II - 3 - أدوات تحليل البيانات: أما أدوات الدراسة فقد تم الاستعانة بمجموعة من المراجع والمصادر المتعلقة بالموضوع، إضافة إلى استخدام بعض أدوات التحليل المالي فضلا عن استخدام العديد من التقنيات الكمية في عمليات التحليل والتقييم وكذا توظيف أداة الملاحظة والاستنباط لدى الباحث.

II - 4 - تحديد متغيرات الدراسة:

II - 4 - 1 - المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع في الرافعة المالية للمؤسسة، والتي تمثل الأثر الذي يحدثه لجوء المؤسسة إلى الاستدانة على مردوديتها المالية.

II - 4 - 2 - المتغير المستقل: والمتمثل في المزيج التمويلي للمؤسسة، والذي يعكس الصورة التي تمول بها المؤسسة مختلف استثماراتها.

III - النتائج ومناقشتها :

III - 1 - تحليل المزيج التمويلي للمؤسسة " الأوراسي ": يظهر من خلال الشكل رقم (1) أن مؤسسة " الأوراسي " تعتمد في تمويل أصولها على مزيج تمويلي يتكون من الأموال الخاصة والديون المالية بنوعها الطويلة والقصيرة الأجل، ومن أجل التعرف على هذا المزيج يجب تحليل عناصر الخصوم بغية معرفة مصادر الأموال المستخدمة من قبل المؤسسة.

◀ **الأموال الخاصة:** نلاحظ من خلال التمثيل البياني أعلاه والمتضمن لتطور مكونات المزيج التمويلي للسنوات الخمس محل الدراسة أن الأموال الخاصة في تطور مستمر بداية من سنة 2015 إلى غاية سنة 2018، إذ قدرت سنة 2015 في حدود 38,29% من نسبة الخصوم، لترتفع خلال السنوات 2016، 2017، 2018 لتبلغ 39,23%، 42,19%، 43,65% على التوالي، والسبب في ذلك راجع

إلى انخفاض الديون المالية، ولكن رغم ذلك إلا أن الحصة الأكبر في التمويل مازالت في حيازة الديون المالية حيث نجد أن نسبة التمويل بالأموال الخاصة رغم تطور الأموال الخاصة في المؤسسة إلا أنها لم تتجاوز 50%، وفي سنة 2019 تراجمت نسبة الأموال الخاصة ولو بشكل ضئيل مقارنة بالسنوات السابقة لتبلغ 43,59%.

← **الديون طويلة الأجل:** أما بخصوص الديون المالية للمؤسسة نجد أنها على علاقة عكسية مع الأموال الخاصة، حيث شهدت انخفاضاً مستمراً بداية من سنة 2016 إلى غاية 2018، حيث قدرت سنة 2015 حوالي 50,86% لتصل إلى 43,33% سنة 2018، لتعود مرة أخرى للارتفاع سنة 2019 حيث بلغت 46,49% من إجمالي الأصول.

← **الديون قصيرة الأجل:** وفي الأخير تأتي الديون المالية قصيرة الأجل والتي اتخذت شكلاً متذبذباً خلال السنوات محل الدراسة، فقد قدرت سنة 2015 ما يعادل 10,85% لتستمر بعد ذلك في الارتفاع لتتحقق أعلى نسبة لها خلال جميع السنوات وذلك سنة 2018 حيث بلغت 13,02%، لتراجع في السنة الموالية إلى أدنى نسبة لها حيث سجلت 9,92% من إجمالي الخصوم.

وبالتالي فإن الديون المالية (الطويلة والقصيرة معا) تستحوذ على الحصة الأكبر في المزيج التمويلي للمؤسسة حيث تفوق نسبة 59% من مصادر تمويلها، حيث نجد أن الديون طويلة الأجل تغطي لوحدها 47% من إجمالي التمويل خلال السنوات محل الدراسة، على عكس الأموال الخاصة التي تشكل 41% فقط من التمويل العام للمؤسسة.

III-2- تحليل المردودية الاقتصادية لمؤسسة " الأوراسي ": من خلال الجدول رقم (4) نجد أن مؤسسة " الأوراسي " حققت مردودية اقتصادية موجبة ومتذبذبة طيلة جميع السنوات محل الدراسة، حيث بلغت سنة 2015 نسبة 6,42% أي أن كل 1 دج مستثمر ساهم في تكوين نتيجة استغلالية بقيمة 0,0642 دج، ثم انخفض هذا المعدل إلى 4,23% سنة 2016 وهي نسبة ضعيفة لكنها مقبولة نظراً لقيمتها الموجبة، لتتدرك المؤسسة الأمر في السنة الموالية ويرتفع المعدل إلى 6,13% وهذا بسبب ارتفاع نتيجة الاستغلال، ليعود في الانخفاض مرة أخرى سنة 2018 ليبلغ معدل مردوديتها الاقتصادية 5,67%.

أما في السنة الأخيرة فقد انخفضت المردودية الاقتصادية للمؤسسة انخفاضاً كبيراً لم تشهده خلال جميع السنوات الماضية حيث بلغت نسبتها 0,72% والسبب في ذلك يعود إلى زيادة التكاليف وعم قدرة المسيرين على التحكم فيها، وهذا دليل على ضعف وتراجع أداء المؤسسة إضافة إلى عدم الاستغلال الأمثل لأصولها، بمعنى أن الأرباح التي حققتها المؤسسة من عملياتها التشغيلية غير كافية ولا تسمح بالحصول على معدل عائد مناسب للأصول.

III-3- تحليل المردودية المالية لمؤسسة " الأوراسي ": نلاحظ من خلال الجدول رقم (5) أن مؤسسة " الأوراسي " حققت مردودية مالية موجبة خلال جميع السنوات محل الدراسة حيث بلغ معدلها سنة 2015 في حدود 15,25% بمعنى أن المؤسسة تحقق ربحاً صافياً بقيمة 0,1525 دج عن كل 1 دج مستثمر، لتخفص مردودية الأموال الخاصة إلى 7,77% سنة 2016 وهذا بسبب انخفاض النتيجة الصافية للمؤسسة عما كانت عليه سابقاً. أما في سنة 2017 فقد شهدت المؤسسة ارتفاعاً في مردوديتها المالية (12,66%) وهذا بسبب تطور نتيجتها الصافية، ليعود هذا المعدل للارتفاع مرة أخرى في سنة 2018 ليبلغ 7,72%.

أما في سنة 2019 فقد انخفض معدل المردودية المالية للمؤسسة انخفاضاً كبيراً مقارنة بجميع السنوات السابقة، إذ بلغ 0,46% وهذا راجع إلى عدم قدرة المؤسسة على استغلال أموالها الخاصة بكفاءة مما نتج عنه نتيجة صافية ضعيفة جداً وكادت أن تكون بقيمة سالبة.

III-4- تحليل اثر المزيج التمويلي على الرفع المالي للمؤسسة " الأوراسي ": من خلال الجدول رقم (6) يمكن تلخيص أثر الرافعة المالية للمؤسسة " الأوراسي " كما يلي:

← **سنة 2015:** في هذه السنة كان أثر الرافعة المالية موجباً بمقدار 8,70%، والسبب يعود إلى كون معدل المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الديون $(Re - i) > 0$ ، وبالتالي كلما زاد حجم الاستدانة عن الأموال الخاصة $(\frac{D}{CP} > 1)$ كلما كانت المردودية المالية أكبر من المردودية الاقتصادية وبالتالي أثر إيجابي للرافعة المالية.

← **سنة 2016:** بقي أثر الرافعة المالية موجباً 4,20% ولكنه انخفض مقارنة بسنة 2015، وذلك بسبب انخفاض معدل المردودية الاقتصادية إلى 4,23% وارتفاع تكلفة الديون إلى 1,52% وبالتالي تقلص المقدار $(Re - i)$ مع بقائه موجباً، إضافة إلى انخفاض حجم الديون وارتفاع الأموال الخاصة وبالتالي انخفاض النسبة $\frac{D}{CP}$ ، كل هذا أدى إلى تقلص أثر الرافعة المالية.

← **سنة 2017:** في سنة 2017 ارتفع الرفع المالي مقارنة بسنة 2016، حيث أصبح يساوي 6,69% وفي المقابل انخفضت تكلفة الديون إلى 1,24% مما يؤدي إلى ارتفاع النسبة $(Re - i)$ ، فبالرغم من تقلص حجم الديون وارتفاع الأموال الخاصة إلا أنه لم يؤثر على أثر الرافعة المالية، وذلك بفضل الارتفاع الكبير في المقدار $(Re - i)$.

◀ سنة 2018: انخفض الرفع المالي إلى 4,02% وذلك يعود إلى ارتفاع حجم الأموال الخاصة مقارنة بالسنوات السابقة ، ولكن مع ذلك بقي أثر الرفع المالي موجباً وهذا يعود إلى إيجابية المقدار $(Re - i)$ حتى وإن انخفض عما كان عليه سنة 2017.

◀ سنة 2019: أما في هذه السنة فقد شهدت المؤسسة أثراً سلبياً للرافعة المالية (0,86 % -)، وهذا يعود إلى انخفاض معدل المردودية الاقتصادية عن تكلفة الديون $(Re - i) < 0$ ، ومع زيادة حجم الاستدانة عن الأموال الخاصة فإنه يؤدي إلى انخفاض المردودية المالية والنتيجة أثر سلبي للرافعة المالية للمؤسسة.

إن تركيبة المزيح التمويلي لمؤسسة " الأوراسي " والتي تشكل الديون المالية الحصة الأكبر منه ساهمت في وجود أثر موجب للرافعة المالية خلال السنوات (2015-2018) والسبب في ذلك يرجع إلى إيجابية المقدار $(Re - i)$ وبالتالي يمكن القول أن المؤسسة استفادت من الأثر الموجب لمديونية المؤسسة على مردوديتها المالية.

أما خلال سنة 2019 فقد سجلت المؤسسة أثراً سلباً لرافعتها المالية فمن المفروض أن المزيح التمويلي الذي يتكون من الديون كان من الممكن أن تستفيد منه المؤسسة عبر الأثر الإيجابي للاستدانة، لكن نلاحظ عكس ذلك والسبب يكمن في أن معدل الفائدة الفعلي الذي تستدين به المؤسسة سنوياً (1,39%) تجاوز المردودية الاقتصادية التي حققتها المؤسسة خلال هذا العام، حيث أن هذه الأخيرة ورغم تسجيلها لقيمة موجبة إلا أنها لم تكن كافية لتغطية معدل الفائدة الذي تتحمله المؤسسة. وعليه يمكن القول أن الإفراط في الاستدانة ونظراً للتكلفة التي تتحملها المؤسسة لم يرفع من مردوديتها المالية بل قد يعرضها لمخاطر مالية وبالتالي هناك حد معين للاستدانة يجب أن لا تتجاوزه المؤسسة.

IV- الخلاصة :

وفي الأخير يمكن القول أن المزيح التمويلي هو عبارة عن الهيكل المالي الذي يتكون منه الجانب الأيسر للميزانية المالية للمؤسسة، وبالتالي فهو يضم مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة لتمويل مختلف استثماراتها ومهما تنوعت يمكن تقسيمها إلى قسمين رئيسيين: الأموال خاصة، والقروض. بمختلف أنواعها: قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل، وتعد تكلفة الأموال العنصر الأهم للمفاضلة بين هذه المصادر.

إن لجوء المؤسسة إلى الاستدانة بشكل من الأشكال قد يؤدي إلى الرفع من مردوديتها المالية مما يؤثر إيجابياً على الرافعة المالية لديها، ولكن بالمقابل قد يؤثر سلباً على رافعتها المالية وذلك في حالة تجاوزها لمستوى معين من الديون، وبالتالي يجب على المؤسسة إيجاد التوليفة المناسبة من الأموال الخاصة والديون التي تحقق لها أعلى مردودية ممكنة ويجنبها الأثر السلبي للرافعة المالية.

على ضوء ما سبق وللإجابة على الإشكالية المطروحة تم اختبار الفرضيات المقدمة وخلصنا على أساسها إلى جملة من النتائج، يمكن إنجازها في النقاط التالية:

- تقوم المؤسسة بتصنيف مختلف مصادر التمويل المتاحة لديها والتي تشكل مزيجها التمويلي إلى صنفين أساسيين هما: أموال الملكية وأموال الاستدانة، وهذا اعتماداً على معيار الملكية ، ولكل مصدر مزايا وعيوب مما يتيح للمؤسسة فرصة كبيرة للمفاضلة بينها بهدف اختيار المصادر التي تتماشى مع تطلعاتها وأهدافها، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛

- إن المقدار $(Re - i)$ هو الذي يحدد أثر الرافعة المالية، فإذا كان هذا المقدار موجباً وكانت الديون أكبر من الأموال الخاصة كان أثر الرافعة المالية إيجابياً؛

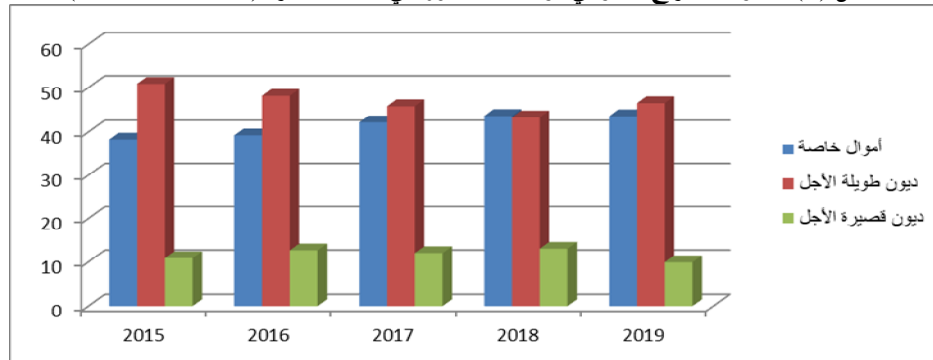
- يتميز المزيح التمويلي لمؤسسة " الأوراسي " بالتنوع في المصادر، حيث تستحوذ الديون على الحصة الأكبر في تركيبة المزيح التمويلي مقارنة بالأموال الخاصة، وهذا دليل على عدم استقلالية المؤسسة مما يفقدها للطاقة الإقراضية في المستقبل، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الثانية؛

- حققت مؤسسة " الأوراسي " نتيجة صافية موجبة خلال جميع السنوات محل الدراسة ولكن بمبالغ متفاوتة؛
- إن الانخفاض في النتيجة الصافية لمؤسسة " الأوراسي " خلال سنة 2019 كان بسبب الانخفاض الكبير في إنتاج السنة المالية، ومع ثبات التكاليف السنوية أدى إلى تراجع كبير في النتيجة الصافية؛

- إن أثر الرافعة المالية كان إيجابياً لفندق " الأوراسي " خلال السنوات (2015 - 2018)، أما خلال سنة 2019 كان سلبياً والسبب في ذلك يعود إلى كون المقدار $(Re - i) < 0$ ، فبالرغم من ارتفاع الديون عن الأموال الخاصة خلال هذه السنة إلا أن أثر الرافعة المالية للمؤسسة كان سلباً، وبالتالي يمكن القول أن ارتفاع الديون عن الأموال الخاصة لا يمكن أن يؤدي إلى إيجابية أثر الرافعة المالية ما لم يكن معدل المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الديون، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الثالثة.

- ملاحق:

الشكل (1): مكونات المزيج التمويلي لمؤسسة "الأوراسي" خلال الفترة (2015 - 2019).



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على معطيات الجدول رقم: 2.

الجدول (1): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة "الأوراسي" (جانب الأصول) خلال الفترة (2015 - 2019).

السنوات					الأصول
2019	2018	2017	2016	2015	
9390783,57	10494047,34	14288300,73	14479546,58	3006813,77	الأصول الثابتة:
7960014602,05	8276971105,87	8082806938,08	8231282857,74	8249473885,77	_ الثبنيات المعنوية
144365113,26	112616365,91	118389271,75	109779119,08	101571947,43	_ الثبنيات المادية
8113770498,88	8410081519,12	8215484510,56	8355541523,63	8354052646,97	مجموع الأصول الثابتة
811972983,19	864765405,68	855804667,85	861092620,31	825424456,29	الأصول المتداولة:
1219317031,55	1315638140,14	1291432041,56	1238008669,28	1242684095,10	_ مخزونات
988617307,19	772184395,38	1218869349,27	1275945724,33	1600603673,86	_ قيم قابلة للتحقيق
3019907321,93	2952587941,20	3366106058,68	3375047013,92	3668712225,25	مجموع الأصول المتداولة
11133677820,81	11362669460,32	11581590569,24	11730588573,55	12022764872,22	مجموع الأصول

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على الموقع الإلكتروني: <https://elaurassi.dz>.

الجدول (2): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة "الأوراسي" (جانب الخصوم) خلال الفترة (2015 - 2019).

السنوات					الخصوم
2019	2018	2017	2016	2015	
4853429113,39	4960025012,3	4886083348,0	4601165896,12	4603745255,09	الموارد الدائمة:
5175300016,89	4923408770,66	5305532225,44	5646366752,81	6114121846,37	أموال خاصة
10028729130,28	9883433782,96	10191615573,44	10247532648,93	10717867101,46	الديون طويلة الأجل
1104948690,53	1479235677,36	1389974995,8	1483055888,62	1304897770,76	مجموع الموارد الدائمة
11133677820,81	11362669460,32	11581590569,24	11730588573,55	12022764872,22	الديون قصيرة الأجل
					مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على الموقع الإلكتروني: <https://elaurassi.dz>.

الجدول (3): جدول حسابات النتائج لمؤسسة "الأوراسي" خلال الفترة (2015 - 2019).

2019	2018	2017	2016	2015	البيان
2055810623,88	2721919757,17	2828910650,57	2661576668,54	2870799525,31	رقم الأعمال
-	-	-	-	-	تغير المخزون
-	-	-	-	-	الإنتاج المثبت
-	-	-	-	-	إعانات الاستغلال
2055810623,88	2721919757,17	2828910650,57	2661576668,54	2870799525,31	1- إنتاج السنة المالية
(430364532,05)	(493518944,17)	(483867675,25)	(462926940,50)	(472678461,02)	المشتريات المستهلكة
(145798767,72)	(137564665,95)	(131279797,59)	(131679904,44)	(119306804,64)	خدمات خارجية
(576163299,77)	(631083610,12)	(616147472,84)	(594606844,94)	(591985265,66)	2- استهلاك السنة المالية
1479647324,11	2090836147,05	2212763177,73	2066969823,60	2278814259,65	3- القيمة المضافة

(620422433,90)	(634300590,67)	(643042803,13)	(621345503,42)	(613720629,34)	_ أعباء المستخدمين
(58403373,13)	(78843729,47)	(75478892,64)	(75546773,86)	(80521069,74)	_ الضرائب والرسوم والتسديدات المماثلة
800821517,08	1377691826,91	1494241481,96	1370077546,32	1584572560,57	4- الفائض الإجمالي للاستغلال
38653129,11	37059631,13	63473323,43	33915312,85	32573968,80	_ منتجات عملياتية أخرى
(95271592,19)	(88608168,11)	(78986357,89)	(102773326,97)	(74784119,76)	_ أعباء عملياتية أخرى
(693198826,89)	(688249122,51)	(785685915,77)	(827841723,60)	(804054463,42)	_ مخ الاهتلاكات والمؤونات
36882662,94	60893984,18	51313616,24	39039221,66	54594564,69	_ استرجاع خسائر القيمة والمؤونات
87886890,05	698788151,60	744356147,97	512417030,26	792902510,88	5- نتيجة الاستغلال
13178331,76	15711741,42	10723210,66	7488720,46	34050886,80	_ منتجات مالية
(97184043,51)	(169212870,06)	(88448046,22)	115720668,40	(84705259,71)	_ أعباء مالية
(84005711,79)	(153501128,64)	(77724835,56)	(108231947,94)	(50654372,91)	6- النتيجة المالية
3881178,26	545287022,96	666631312,41	404185082,32	742248137,97	7- النتيجة العادية قبل الضريبة (6+5)
(853706,00)	(105420502,05)	(122556283,76)	(76912046,16)	(166388272,05)	_ الضرائب الواجب دفعها على النتيجة
19484582,37	(255337,48)	5112966,22	4600955,63	(16526092,70)	_ الضرائب المؤجلة
2144524747,69	2835585113,90	2954420800,90	2742019923,51	2992018945,60	_ مج. المنتجات العادية
(2122012693,06)	(2395973930,47)	(2405232806,03)	(2410145931,72)	(2382685172,38)	_ مج. الأعباء العادية
22512054,63	439611183,43	549187994,87	331873991,79	609333773,22	8- النتيجة الصافية للأنشطة العادية
-	-	-	-	-	_ منتجات غير عادية
-	-	-	-	-	_ أعباء غير عادية
-	-	-	-	-	9- النتيجة غير عادية
22512054,63	439611183,43	549187994,87	331873991,79	609333773,22	10- النتيجة الصافية

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على الموقع الإلكتروني: <https://elaurassi.dz>

الجدول (4): تطوّر المردودية الاقتصادية لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة (2015 - 2019).

السنوات					البيان
2019	2018	2017	2016	2015	
8113770498,88	8410081519,12	8215484510,56	8355541523,63	8354052626,97	الاستثمارات الصافية In
926830767,70	703540892,87	757599567,29	616549264,78	779912007,62	الاحتياج في رأس المال العامل BFR
9040601266,58	9113622411,99	8973084077,85	8972090788,41	9133064654,59	الأصول الاقتصادية AE = In + BFR
87886890,05	698788151,60	744356147,97	512417030,26	792902510,88	نتيجة الاستغلال Rex
%0,97	%7,66	%8,29	%5,71	%8,68	المردودية الاقتصادية Re = $\frac{Rex}{AE}$
%26	%26	%26	%26	%26	معدل الضريبة t
%0,72	%5,67	%6,13	%4,23	%6,42	المردودية الاقتصادية بعد الضريبة Re (1-t)

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الجداول رقم: 1، 2، 3.


الجدول (5): تطوّر المردودية المالية لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة (2015 - 2019).

السنوات					البيان
2019	2018	2017	2016	2015	
22512054,63	439611183,43	549187994,87	331873991,79	609333773,22	النتيجة الصافية Rn
4830917058,76	4520413828,87	4336895353,13	4269291904,33	3994411481,87	الأموال الخاصة CP
%0,46	%9,72	%12,66	%7,77	%15,25	المردودية المالية Rf

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الجداول رقم: 2، 3.

الجدول (6): قياس أثر الرافعة المالية لمؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة (2015 - 2019).

السنوات					البيان
2019	2018	2017	2016	2015	
%0,72	%5,67	%6,13	%4,23	%6,42	المردودية الاقتصادية Re (1-t)
%1,39	%2,55	%1,24	%1,52	%1,02	تكلفة الديون i (1-t)
- 0,67%	3,12%	%4,89	2,71%	%5,4	(Re - i)

6280248707,42	6402644448,02	6695507221,24	7129422641,43	7419019617,13	الديون (D)
4853429113,39	4960025012,3	4886083348,0	4601165896,12	4603745255,09	الأموال الخاصة (CP)
1,29	1,29	1,37	1,55	1,61	
- 0,86%	+ 4,02%	+ 6,69%	+ 4,20%	+ 8,70%	أثر الرفاعة المالية

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معطيات الجداول رقم: 4، 5.

— الإحالات والمراجع :

1. الأرقم، ع. (1999). التحليل المالي: دروس وتطبيقات. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
2. الراوي، خ &، وآخرون. (2002). نظرية التمويل الدولي. (éd). الطبعة الثانية. عمان، الأردن: دار المناهج للنشر والتوزيع.
3. العصار، ر &، وآخرون. (2001). الإدارة والتحليل المالي. عمان، الأردن: دار البركة.
4. بن ساسي، إ &، قرشي، ي. (2006). التسيير المالي (الإدارة المالية: (دروس وتطبيقات. عمان، الأردن: دار وائل للنشر.
5. يومدين، ي &، ساهل، ف. (2016). تسيير التسيير المالي للمؤسسة. الدار البيضاء: دار بلقيس.
6. مرسي، ج &، اللحلح، أ. (2007). الإدارة المالية. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
7. سهيلية، ن &، بوكثير، ج. (2017). عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مجمع صيدال الجزائري -1999-2004. مجلة ميلاف للبحوث والدراسات. (05).
8. محمد عسيري، ف. (2020). أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية دراسة تطبيقية. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية، 04(11).
9. Lauzel, P. (1996). *Contrôle de gestion et budgets*. Paris, France: SIREY.
10. Paramasivan, T., & Subramanian, C. (2009). *Financial Management*. India: New Age International publishers.

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA:

إسلام بouden، عبد العزيز قتال (2023). أثر المزيج التمويلي للمؤسسة على الرفاعة المالية (حالة مؤسسة " الأوراسي " خلال الفترة 2015-2019)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد 09 (العدد 01)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 397-406



يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقا لـ **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.
مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية مرخصة بموجب **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.



The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.
Journal Of Quantitative Economics Stadiesis licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license (CC BY-NC 4.0)**.