

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة - الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

قسم علوم المحاسبة والمالية

تخصص: مالية مؤسسة

بعنوان:

أثر الرفعة المالية على الأداء المالي للمؤسسات الخدمائية

"دراسة عينة من المؤسسات في القطاع الخدمي في ورقلة - الجزائر باستخدام نماذج

Panel" خلال الفترة (2009-2017)

من إعداد الطالبة: إسمهان جبالي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2019/06/20

أمام اللجنة المكونة من السادة:

(أستاذ محاضر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

د/شربي محمد الامين

(أستاذ محاضر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

د/هتهات السعيد

(أستاذ محاضر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

د/صالح قريشي

الموسم الجامعي 2018-2019

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة - الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

قسم علوم المحاسبة والمالية

تخصص: مالية مؤسسة

بمعنوان:

أثر الرفعة المالية على الأداء المالي للمؤسسات الخدمائية

"دراسة عينة من المؤسسات في القطاع الخدمي في ورقلة - الجزائر باستخدام نماذج

Panal خلال الفترة (2009-2017)"

من إعداد الطالبة: إسمهان جبالي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2019/06/20

أمام اللجنة المكونة من السادة:

د/..... (أستاذ محاضر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

د/هتهات السعيد..... (أستاذ محاضر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

د/..... (أستاذ محاضر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

الموسم الجامعي 2018-2019

الاهداء



الحمد لله الذي كرم بني ادم في تركيبة عقله فأعطاه بذلك القدرة على جعل وسيلته الكفاح وغايته النجاح

قال الله تعالى "وقضى ربك ان لاتعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا "

على ضوء هذه الآية أهدي ثمرة جهدي إلى أبي المتوفي الذي لطالما تمنيت وجوده بجانبني ... إلى من كانت

لي الأم والأب... إلى ملاكي في الحياة إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني إلي بسمة الحياة وسر الوجود إلى

من كان دعائها سر نجاحي إلى أغلى الحبايب امي الحبيبة.

كما أهديه إلى زوجي الغالي الذي كان عوننا لي طيلة مشواري الدراسي

إلى

أغلى ماوهبني الله في هاته الدنيا حبيبتي ورمز الحنان إبنتي سندس وقرّة عيني ونور عتمتي إبني الغالي لؤي

إلى

دفع البيت أخي الوحيد رضوان حفظه الله ورعاه

إلى

أخواتي الأحباء نادية، ليلي، حياة، زوييدة، ذهبية، صليحة ... وإلى جميع أبنائهم

إلى...

صديقتي وأختي في الله أسماء وجميع رفقاء الدرب الدراسي ومن هم على الدرب سائرون

وفي الأخير أشكر الله تعالى على نعمة التي وهبها لعباده وأثار لنا طريق الهداية والعلم والدرب.

إسمهان



شكر وعرافان



الحمد لله ربّي العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد أشرف المرسلين وسيد الخلق أجمعين وعلى آله وصحبه أجمعين وعلى الصحابة الأكرمين ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين إن أول الشكر هو لله الواحد جل وعلا على جميع النعم التي أنعمها علينا وعلى نعمة العلم خاصة وتسييره لي كل السبل لإنجاز هذا العمل المتواضع الذي أرجوا من الله أن يكون فيه إفادة لغيرنا ويجعله في ميزان حسناتنا وأن نكون أحد الإثنين ممن قال فيهم الرسول الكريم

"من اجتهد فأصاب فله أجران ومن اجتهد ولم يصب فله أجر واحد"

أتقدم بجزيل الشكر والإمتنان إلى الأستاذ المشرف "السعيد هتهات" الذي لم ييخل بتوجيهاته ونصائحه والتي كانت عوناً لي في إتمام هذا العمل

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من توجيهات وتصويبات كما أوجه شكري الجزيل لكل من كان له الفضل في إنجاز هذا العمل من بعيد أو قريب.

"عسى لله أن يوفقنا لما فيه خير لنا"



ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة ما مدى تأثير الرافعة المالية على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية الناشطة في قطاع الاتصالات، وهذا من خلال تقييم أثر الرفع المالي على الأداء المالي لهذه المؤسسات، ولتحقيق هذا الهدف قمنا بدراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات الاقتصادية التي تنشط في قطاع الاتصالات، حيث شملت الدراسة أربع مؤسسات خلال الفترة 2009-2017، وتم استخدام المتغيرات الوصفية، ونموذج بنال، لدراسة أثر الرفع المالي كمتغير مستقل والأداء المالي كمتغير تابع، وذلك بالإعتماد على البرنامج Eviews توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: وجود دلالة إحصائية للعلاقة الخطية طردية ما بين المتغيرين R_{cp} و Eff بنسبة 75%؛ لا توجد معنوية للعلاقة بين أثر الرفع والمردودية الاقتصادية إذا أخذنا كل المعطيات جملة واحدة (وكأنها مؤسسة واحدة)، وفي ظل هذه النتائج أوصت الدراسة إلى: التعمق أكثر وتحليل نسب المردودية بغرض كشف العوامل التي تؤثر فيها بالإيجاب أو السلب؛ يمكن للمؤسسات أن تحسن مردوديتها المالية بالاستنادة، شريطة أن يكون معدل تكلفة الفروض أقل من المردودية الاقتصادية (أثر الرافعة).

الكلمات المفتاحية: أثر الرفع المالي، مردودية الاقتصادية، مردودية المالية، نماذج **Panel**، قطاع الاتصالات

Abstract:

This study aims to know the extent of financial leverage impact on the financial performance of the Algerian economic companies working acting on the telecommunications filed; within evaluating the effect of financial leverage on financial performance of these companies, to achieve this goal we have done an applied study on sample economical companies working on the domain of telecommunications, the study included four companies during the period from 2009 until 2017, we used the descriptive variables and Panel model to study the impact of the financial leverage as Independent variable and financial performance as a dependent variable by using the program of "EVIEWS". The study reached several results, such us: There is a statistical significant of the linear relationship between the two variables by 75%, There is no significant relation between the effect of financial leverage and economic profitability if we take all the data by one time, within these results, the study recommended a deep analysis of cost-benefit ratios in order to detect the factors that affect them positively or negatively, Institutions can also improve their financial profitability through leveraging, in condition that the loan cost ration is lower than the economical profitability.

Key words: financial leverage - economical profitability – financial profitability – Panel data

المحتويات

الاهداء

شكر وعرهان

V ملخص الدراسة

VI فهرس المحتويات

VII قائمة الأشكال البيانية

VIII قائمة الجداول

IX قائمة الرموز والإختصارات

i مقدمة

..... الفصل الأول: الرافعة المالية وأثرها على أداء المؤسسات

4

5 تمهيد:

المبحث الأول: الإطار النظري والمفاهيمي للاداء المالي و الرافعة

المالية.....6

21 المبحث الثاني: عرض الدراسات السابقة

25 خلاصة الفصل:

الفصل الثاني: دراسة قياسية لعينة من مؤسسات قطاع الإتصالات في ورقلة لاثر الرافعة المالية على الاداء

المالي.....26

27 تمهيد:

28 المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في قياس أثر الرافعة على الأداء المالي للعينة محل الدراسة

34 المبحث الثاني: تحليل ومناقشة النتائج (علاقة أثرالرفع المالي والأداء المالي لمؤسسات الدراسة)

49 خلاصةالفصل:

الحاتمة: **Erreur ! Signet non défini.**

54 قائمة المصادر والمراجع:

54 مراجع باللغة العربية:

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	الشكل	الرقم
11	يوضح أثر الاستدانة على المردودية	01
12	يوضح العلاقة بين المردودية المالية والاقتصادية	02
32	تطور المردودية المالية Rcp للمؤسسات الأربعة خلال الفترة (2017-2009)	03
33	تطور المردودية الإقتصادية Re للمؤسسات الأربعة خلال الفترة (2017-2009)	04
34	قراءة وصفية لأثر الرفع المالي: الشكل الموالي يمثل تطور أثر الرفع Eff	05

قائمة الجداول

الرقم	الجدول	الصفحة
01	نسب الرفع المالي بدلالة المردودية المالية والاقتصادية لمؤسسة موبيليس خلال الفترة الممتدة بين (2009-2017)	30
02	نسب الرفع المالي بدلالة المردودية المالية والاقتصادية لمؤسسة موبيليس خلال الفترة الممتدة بين (2009-2017)	30
03	نسب الرفع المالي بدلالة المردودية المالية والاقتصادية لمؤسسة اوراسكوم الوطنية خلال الفترة الممتدة بين (2009-2017):	30
04	نسب الرفع المالي بدلالة المردودية المالية والاقتصادية لمؤسسة الوطنية تيليكوم خلال الفترة الممتدة بين (2009-2017):	31
05	معاملات الارتباط الخطي ما بين متغيرات الدراسة الثلاثة	37
06	نتائج تقدير النموذج التجميعي للعلاقة R_{cp} بدلالة Eff	38
07	نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة للعلاقة R_{cp} بدلالة Eff	39
08	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية للعلاقة R_{cp} بدلالة Eff	40
09	نتائج الإختبار	41
10	نتائج تقدير النموذج التجميعي للعلاقة Re بدلالة Eff	43
11	نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة للعلاقة Re بدلالة Eff	44
12	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية للعلاقة Re بدلالة Eff	45
13	إختبار مصاعف لاقرونج	46
14	نتائج إختبار Hausman	47
15	تقدير Re عند إنعدام Eff	48

قائمة الرموز والإختصارات

الإختصار / الرمز	الدلالة
R _{cp} ,R _f	المردودية المالية
LF	الرفع المالي
Re	المردودية الاقتصادية
R _{net}	النتيجة الصافية
C _p	الأموال الخاصة
D	الديون
R _{oper}	النتيجة العملياتية
I	تكلفة الإستدانة
IS	معدل الضريبة على أرباح الشركات
PRM	نموذج الإنحدار التجميعي
FEM	نموذج الأثار الثابتة
REM	نموذج الأثار العشوائية

مقدمة

إن الهدف الأساسي الذي تصبو إلى تحقيقه أي مؤسسة إقتصادية هو الإستمرارية، 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 إختيارها لطرق التمويل المناسبة لها.

فإذا كانت النظرية المالية التقليدية تهتم فقط بكيفية تدبير والحصول على الأموال الضرورية لإستمرار نشاط المؤسسة، فإن النظرية الحديثة أصبحت تهتم إلى أبعد من ذلك بالطرق والكيفيات التي تمكن من الحصول على هاته الموارد المالية بأقل التكاليف الممكنة.

ولقد أصبح من الضروري على المسير المالي، عند تحديد سياسة التمويل التي يتبعها للحصول على الأموال، وقبل إتخاذ قرار التمويل، التفكير في جملة المتغيرات التي تحكم عملية الرفع المالي، إذ تسعى المؤسسة إلى امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللازمة لتحقيق نسبة عالية من مردودية الأموال الخاصة وبأقل مخاطرة، حيث أن نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مرتبط بمدى قدرتها على تحقيق مردودية عالية، إلا أن هذه المؤسسات لاتزال تواجه الكثير من العقبات، والعراقيل في نظامها، وتحقيقها لأهدافها وذلك لطبيعة النسيج المالي الذي تتميز به، مما يجعل المسيرين يواجهون صعوبات، وتحديات كبيرة للحصول على الموارد المالية الكافية، والتي تغطي إحتياجاتها بإستمرار في نشاطها.

ومن أجل تقييم الأداء المالي للمؤسسات الخدمية ومعرفة مدى إنسجامها مع المنظومة المالية، ومدى قدرتها لتحقيق أهدافها سوف يتم الإعتماد على مؤشرات الأداء المالي، ولحصر الموضوع أكثر سوف نعتد في دراستنا على مؤشر من مؤشرات الأداء المالي ألا وهو المردودية، بإستعمال تحليل الرفع المالي ذلك لأن هذا الأخير يسمح بإعطاء صورة واضحة باعتباره من أهم مؤشرات.

وعليه يمكن طرح الإشكالية التالية: ما علاقة الأداء المالي للمؤسسات الخدمية (الإتصالات) بأثر الرفع المالي في الفترة 2017-2009.

للإحاطة بالموضوع أكثر تم تجزئة الإشكالية الرئيسية إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- 1- كيف نقيم تطور مؤشرات قياس الأداء المالي والرفع المالي في مؤسسات الإتصالات (موبيليس، إتصالاتالجزائر، أوراسكوم تيليكوم، الوطنية تيليكوم)؛
- 2- ماعلاقة المردودية المالية بأثر الرفع المالي للمؤسسات محل الدراسة؛
- 3- ماعلاقة المردودية الاقتصادية بأثر الرفع المالي للمؤسسات محل الدراسة؛
- 4- هل يوجد إختلاف في علاقة الرفع المالي بالأداء المالي بإختلاف المؤسسات في قطاع الإتصالات.

فرضيات الدراسة:

للإجابة عن تساؤلات الدراسة اعتمدت الفرضيات التالية:

- 1- نعتبر الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة جيد من حيث المردودية المالية وتتأثر إيجابا بأثر الرفع المالي لها؛
- 2- يؤثر الرفع المالي طرديا على المردودية المالية للمؤسسات.
- 3- لا تتأثر المردودية الاقتصادية بالرفع المالي.
- 4- لا يوجد اختلاف في العلاقة المدروسة ما بين المؤسسات بإعتبار أن المؤسسات تنشط في نفس القطاع بنفس المعطيات المالية.

أسباب إختيار الموضوع:

يعود إختيار الموضوع إلى عدة أسباب من بينها:

- مقارنة الجانب النظري بما هو موجود على المستوى العملي في المؤسسات الخدمية الجزائرية؛
- تحسين المؤسسات بأهمية التحليل المالي والوظيفة المالية، وخاصة موضوع الرفع المالي، وبالتالي زيادة الاهتمام بتوفير الظروف الملائمة لتحسين وزيادة أداء ومردودية المؤسسات؛
- يعتبر هذا الموضوع من المواضيع الجديدة بالإهتمام والبحث نظرا لما حظي به من إهتمامات الباحثين والكتاب؛
- معرفة مدى سعي المؤسسات الخدمية إلى الاهتمام بالأساليب العلمية والمالية في تنفيذ ودراسة مشاريعها.

أهمية الدراسة:

للموضوع الذي سيتم معالجته أهمية بالغة لدى المسيرين وخاصة تلك الفئة التي تشتغل بالوظيفة المالية للمؤسسة، فهو يبين إحدى مؤشرات الرفع المالي التي يمكن إستخدامها لتقييم الأنشطة المالية التي تمارسها المؤسسة والأهداف المنجزة خلال فترة من الزمن، كما يبين أيضا كيفية تطبيق هذا المؤشر على أرضية الواقع للوصول إلى نتائج تشخيص الوضعية الفعلية للمؤسسة، ومن ثمة تحديد نقاط القوة لتشجيعها ونقاط الضعف لمعالجتها.

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى بلوغ مجموعة من الأهداف ومنها مايلي:

- التعرف على أداء المؤسسات الخدمية والعوامل المتحكمة فيها؛
- التحقق من الفرضيات الموضوعية ومدى صحتها؛
- معرفة إيجابيات وسلبيات لجوء المؤسسة الخدمية للاستدانة؛
- الرافعة المالية وأثرها على المردودية وتطبيقها في مؤسسات خدمية (الاتصالات).

حدود الدراسة:

➤ الحدود النظرية للدراسة: تمثلت في:

- التطرق لأهم التعاريف المتعلقة بالمرودية المالية والاقتصادية؛
- التركيز على آلية أثر الرافعة المالية.

➤ الحدود التطبيقية للدراسة: تمثلت في:

- الحدود المكانية: لقد تمت الدراسة على أربع مؤسسات في القطاع الخدمي (الاتصالات).
- الحدود الزمنية: حددت المدة الزمنية للدراسة بتسع سنوات متتالية ابتداء من سنة 2009 إلى غاية 2017.

المنهج المتبع والأدوات المستخدمة:

من أجل معالجة الموضوع والوصول إلى النتائج المرجوة، إعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي وهو منهج الموافق لدراسة النظرية، الذي يستدعي جمع المعلومات وعرضها، وإستخدامنا أيضا منهج التحليلي والقياسي في الجانب التطبيقي حيث إعتدنا على نماذج Panel والبرمجيات Eviews من خلال ربطه بالنظري وذلك في الفصل الثاني الذي يتناول أثر الرفع المالي على المرودية المالية والإقتصادية لمؤسسات الإتصالات.

صعوبات الدراسة:

تكمن صعوبات هذه الدراسة في الحصول على البيانات، والمعطيات، والقوائم المالية من المؤسسة محل الدراسة، وذلك لعدم تصريحها بالقيم المتعلقة بالنشاط، بالإضافة إلى عدم دقة ومصداقية هذه القوائم إلى حد ما، وانعدام الدراسات التي تعالج صلب الموضوع.

هيكل الدراسة:

من أجل الإلمام أكثر بالموضوع وتحليل إشكالية البحث المطروحة والإجابة على التساؤلات التي تضمنتها وأخذ الفرضيات بعين الإعتبار، تم تقسيم هذا البحث إلى فصلين، ومقدمة وخاتمة.

الفصل الأول والمعنون بـ: "الإطار النظري للرافعة المالية وأثرها على الأداء المالي للمؤسسات" ويضم مبحثين،

المبحث الأول: الإطار النظري والمفاهيمي؛

المبحث الثاني: عرض الدراسات السابقة.

الفصل الثاني والمعنون بـ: "أثر الرافعة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر (دراسة قياسية لعينة من مؤسسات قطاع الاتصالات في ورقلة)" وتضمن مبحثين،

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في قياس أثر الرافعة على الأداء المالي للعينة محل الدراسة؛

المبحث الثاني: تحليل ومناقشة النتائج (علاقة أثر الرفع المالي والأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية).

الفصل الأول:

الرافعة المالية وأثرها على أداء

المؤسسات

تمهيد:

يعتبر تحقيق النمو الاقتصادي وضمان إستمراريته من الأهداف الرئيسية للسياسات الإقتصادية في كل الدول ويرتبط هذا الأخير بدرجة كبيرة بالأداء وبالأخص الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني، وسعياً منها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك، وقد يكون ذلك عن طريق مواردها الخاصة وهو ما يعرف بالتمويل المباشر أو من خلال اللجوء إلى الاستدانة.

لذا سيتم التطرق في هذا الفصل لبعض المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي، والرفع المالي، وعلاقة أثر الرفع بالمدودية المالية والإقتصادية، حيث تتعدد إستخدامات المدودية منأها أداة لقياس الفعالية الإقتصادية لنشاط المؤسسة وكونها معيار لإتخاذ القرارات إلى وسيلة تستخدم لتقيس أثر الاستدانة والإقتراض.

المبحث الأول: الإطار النظري والمفاهيمي

المطلب الأول: الأداء المالي ومحدداته

يعد الأداء مفهوم جوهريا وهاما بالنسبة للمؤسسات بشكل عام، كما أنه يمثل القاسم المشترك لإهتمام الباحثين والمفكرين في مجال الإدارة والتسيير وهذا من منطلق أن الأداء يمثل العنصر المحوري الذي يتمحور حوله وجود المؤسسة من عدمه، فيما يلي عرض لمفهوم الأداء، مفهوم الأداء المالي، وتقييم الأداء المالي.

الفرع الأول: مفهوم الأداء

"يعبر الأداء عن قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها طويلة الأجل، ومدى قدرتها على استغلال مواردها نحو تحقيق الأهداف المنشودة فالأداء دالة لكافة أنشطة المؤسسة وهو المرآة التي تعكس وضع المؤسسة من مختلف جوانبها، وتسعى كافة الأطراف في المنظمة إلى تعزيز الأداء الأمثل"¹

"هو انعكاس لكيفية استخدام المؤسسة للموارد المالية والبشرية، واستخدامها بكفاءة وفعالية بصورة تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها"².

ويعرف أيضا على أنه "الحكم على فعالية الأنشطة والعمليات اللازمة لتحقيق الأهداف المنشودة والتوصل إلى ما قد يكون هناك تباين بين النتائج المستهدفة وبين النتائج المحققة فعلا"³.

ومن خلال ماسبق يمكن تعريف الأداء على أنه "مدى قدرة المؤسسة على تحقيق النتائج التي تتطابق مع الخطط والأهداف المرسومة، مع الاستغلال الأمثل للموارد الموضوعة تحت تصرفها".

الفرع الثاني: مفهوم تقييم الأداء المالي

قبل التطرق إلى مفهوم تقييم الأداء المالي لا بد أن نشير إلى مفهوم الأداء المالي أولا:

1- مفهوم الأداء المالي:

"يعبر الأداء المالي عن تعظيم النتائج من خلال تحسين المردودية ويتحقق ذلك بتدنية التكاليف وتعظيم الإيرادات بصفة مستمرة تمتد إلى المدى المتوسط والطويل وذلك بغية تحقيق التراكم في الثروة والاستقرار"⁴.

ويعرف أيضا على أنه "مدى قدرة المؤسسة على الاستغلال الأمثل لمواردها ومصادرها في الاستخدامات ذات الأجل الطويل وذات الأجل القصي، من أجل تشكيل الثروة"⁵.

¹عزيزة حملاوي، أثر التكاليف البيئية على الأداء المالي، مذكرة ماستر منشورة، جامعة قاصدي مرباح 2011، 2010، ص 63.

²الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة 2010، 2009، ص 17.

³رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماستر منشورة، جامعة قاصدي مرباح 2010، 2011، ص 11.

⁴إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الأردن، داروائل للنشر، 2006، ص 70.

⁵عجلة حنان، فعالية نظام المعلومات المحاسبية في الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2013، ص 70.

2- مفهوم تقييم الأداء المالي:

تعرف عملية تقييم الأداء المالي على أنها "تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتحدة أي أنه قياس النتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء معايير محددة سلفاً لتحديد ما يمكن قياسه ومن ثم مدى تحقيق الأهداف".¹

ويعرف أيضاً على أنه "قياس الأداء الفعلي للمؤسسة ومقارنته بالنتائج المحققة أو الممكن الوصول إليها حتى تعطينا صورة حية لما حدث ويحدث فعلاً، ومدى نجاح المؤسسة في تحقيق الأهداف وتنفيذ الخطط الموضوعة بما يكفل لها الوقوف على الإجراءات الملائمة لتحسين الأداء".²

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف تقييم الأداء المالي على أنه "محصلة النتائج التي تم التوصل إليها ومقارنتها مع الأهداف التي تم تسطيرها مسبقاً والأهداف الموضوعة".

الفرع الثالث: أهمية تقييم الأداء المالي

تكمن أهمية تقييم الأداء المالي في تقديم أداء المؤسسات من عدة زوايا وبطريقة تُخدم المستخدمين هذه البيانات ومستفيدين منها لترشيد القرارات المالية وتمثل في:³

- معالجة أي خلل في عمل الإدارة بشكل سريع؛
- حث الإدارة على التخطيط المستقبلي واتخاذ القرارات؛
- متابعة أعمال البنوك ومراقبة الأوضاع وتقييم مستويات الأداء البنكي؛
- تعزيز مبدأ المساءلة بالاستناد إلى أدلة موضوعية؛
- يقوم بترشيد الطاقة البشرية في البنوك للمستقبل حيث أن يتم إبراز العناصر الناجحة وتنميتها؛
- مساعدة مدراء الأقسام على اتخاذ القرارات التي تحقق الأهداف من خلال توجيه نشاطاتها نحو المجالات التي تخضع للقياس والحكم؛
- تساعد على توجيه الإدارة العليا إلى مراكز المسؤولية التي تكون أكثر حاجة إلى الإشراف.

¹ عبد الغاني دادان، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث العدد 04، جامعة قاصديمرباح 2006، ص 41.

² توفيق محمد عبد المحسن، تقييم الأداء (مداخل جديدة)، عالم جديد (دار الفكر، دار النهضة العربية للتوزيع، الزقازيق مصر 2002، ص 5.

³ بجلول فاطمة، تقييم الأداء المالي في البنوك التجارية باستخدام نموذج camel، مذكرة ماستر غير منشورة، 2017 - 2018، ص 14.

الفرع الرابع: تقييم الأداء المالي عن طريق مؤشرات المردودية

تعد المؤشرات المالية من الأدوات المهمة لتقييم أداء المصارف وقدرته على مواجهة التزاماته المستحقة عليه حالياً ومستقبلاً لأنها تمثل أداة شخصية أساسية من أدوات التحليل المالي الذي يعد البداية لقياس الأداء فالمؤشرات المالية هي علاقات رياضية بين الأرقام وعادة ما تكون على شكل نسب أو مرات، وفيما يلي أهم النسب المالية في تقييم الأداء المالي.

1- مفهوم المردودية

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

- تعرف على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها، حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال في تحقيق النتائج¹ أو هي العلاقة بين الثروة (النتيجة) ورأس المال المستثمر²؛
- كما تعرف المردودية بأنها المفهوم الذي يمكن تطبيقه على جميع الاتجاهات الاقتصادية في حالة استخدام الإمكانيات المادية والمالية؛
- 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 إلى هذه النتيجة.

وبالتالي يمكن حساب المردودية للمؤسسة من خلال النتيجة المحصل عليها، وكذا انطلاقاً من الأصول المستخدمة في عملية الإنتاج، بحيث تعبر النتيجة المحصلة على الربح المحقق والذي يظهر في شكلين أساسيين هما:

- الربح الصافي قبل خصم الفوائد والضرائب، ويمثل المردودية الاقتصادية للمؤسسة.

- الربح الصافي بعد خصم الفوائد والضرائب، ويمثل المردودية المالية³.

2- أنواع المردودية

هناك نوعان من المردودية الأولى تتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المؤسسة (المردودية الاقتصادية) أما الثانية تتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المساهمين في رأس مالها (المردودية المالية).

1-2- المردودية الاقتصادية (Re): la rentabilité économique

تسمح المردودية بتقدير النتيجة المتحصل عليها فيما يتعلق بالأصول الاقتصادية ورأس مال المستثمر⁴ وبمعنى آخر الغرض من قياس المردودية الاقتصادية يتجلى في المقارنة بين التكاليف في عمليات الاستثمار والاستغلال⁵.

¹ إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء الأول، دار وائل للنشر، عمان الأردن، الطبعة الثانية، 2011، ص 281.

² PIERRE PAUCGER, MESUR DE PERFORMANCE FINANCIERE DE L'ENTREPRISE, OPU, PARIS, 1993, PAGE 31

³ أحلام لحول، تقييم سياسة الإستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة 2011، ص 43.

⁴ FLORENCE DELAHAYE, FINANCE D'ENTREPRISE MANUEL ET APPLIION, 2EME EDITION, DUNOD, PRISE 2009, P 148.

⁵ Christian Zambotto, Cotinne Zambotto, gestion financière, 8 eme edition, dunod, paris. 2009, p 129.

الفصل الأول الرافعة المالية وأثرها على أداء المؤسسات

وبالتالي نستطيع القول أن المردودية الاقتصادية تقيس فعالية وسائل الإنتاج المستخدمة والتي تسمى بالأصل الاقتصادي مقارنة بنتيجة الاستغلال.

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية} = (\text{RE}) \text{ نتيجة الاستغلال قبل الضريبة / الأصول الاقتصادية}$$

حيث أن نتيجة الاستغلال = النتيجة الصافية + الضريبة على الأرباح + المصاريف المالية

$$\text{الأصول الاقتصادية} = \text{رأس المال} + \text{الديون}$$

أي أن RE تساوي إلى:

$$\text{RE} = \text{Rexp} / \text{AE}$$

أما بعد الضريبة فتعطي بالعلاقة التالية:¹

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية} = (\text{RE}) \text{ نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية}$$

أي أن RE: بعد الضريبة يساوي إلى:

$$\text{RE} = \text{Rexp} (1-t) / \text{AE}$$

حيث RE = المردودية الاقتصادية = Rexp نتيجة الاستغلال

$$\text{AE} = \text{الأصل الاقتصادي} \quad t = \text{معدل الضريبة}$$

يجب 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، حيث أن هذه النسبة تستعمل لقياس فعالية التسيير.

ويمكن تفسير المردودية الاقتصادية بمعدل الهامش ومعدل الدوران كما يلي:

$$\text{RE} = (\text{Rexp} / \text{CA}) (\text{CA} / \text{AE})$$

حيث أن: Rexp / CA تمثل الهامش الاقتصادي^{*} أو هامش الاستغلال).

(CA / AE) : تمثل معدل الدوران الأصل الاقتصادي^{**}.

¹Pierrvernimen , pinance d'entreprise 9ème edition dolloz , paris ,2011 , p 296.

^{*} الهامش الاقتصادي هو المؤشر يقيس مستوى ربحية المؤسسة.

^{**} هو مؤشر يقيس قدرة المؤسسة على تحويل رأس المال الاقتصادي الى رقم أعمال معون، وكلما كان هذا المعدل أكبر دل على فعالية الأصل الاقتصادي.

يتضح من خلال العلاقة أعلاه أنه يمكن تحقيق نفس النتيجة بالمرودودية الاقتصادية في حالة ما إذا كان الهامش مرتفع ومعدل دوران بطيء.

ومن خلال تحليل مكونات المرودودية فإن فعالية النتيجة تتوقف على مدى فعالية هذه النسب ومساهمتها في تحقيق الربحية، كما أن هذا التحليل يمكننا من معرفة مصدر قوة وضعف المرودودية الاقتصادية المحققة من طرف المؤسسة.

2-2- المرودودية المالية: LA RENTABILITE FINANCIER

تعرف أيضا بأنها مرودودية الأموال الخاصة، بحيث تهتم المرودودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة، وتدخل في مكوناتها كافة عناصر والحركات المالية، إذا أنها تعبر عن قدرة المؤسسة على توليد الأرباح عن طريق الأموال المقدمة من طرف المساهمين، حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول الحسابات والأموال الخاصة من الميزانية، ويمكن حساب مرودودية الأموال الخاصة بالعلاقة التالية:¹

$$RCP = (Rnet / CP)$$

حيث أن RCP: المرودودية المالية

Rnet: النتيجة الصافية

CP: الأموال الخاصة

ويمكن تجزئة نسبة المرودودية المالية إلى معدل الهامش الصافي، ومعدل دوران الأصول ومعدل الاستدانة كما في العلاقة التالية:²

$$RCP = (Rnet / CA)(CA/AE)(AE/CP)$$

حيث أن $(Rnet / CA)$: تسمى نسبة الهامش الصافي (معدل الربحية الصافية) ويقاس الربحية الاجمالية للمؤسسة انطلاقا من إجمالي أنشطتها، حيث يقارن النتيجة الصافية المحققة خلال الدورة برقم الأعمال السنوي خارج الرسم.³

"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".

(CA/AE) تمثل معدل دوران الأصل الاقتصادي (الأموال المستثمرة): يقيس هذا المؤشر قدرة مساهمة الأصول الاقتصادية في تحقيق رقم الأعمال، وذلك بمعدل نقارن فيه بين مستوى الأصول الاقتصادية المستثمرة لتحقيق رقم أعمال معين، "ويمكن هذا

¹ إلياس بن الساسي، يوسف قرشي، مرجع سابق، ص 268.

² نفس المرجع، ص 287.

³ مداني بن بلغيث وعبد القادر دشاوش، ملتقى دولي حول "النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة"، مداخلة بعنوان "انعكاسات تطبيق النظام

المحاسبي المالي على التشخيص المالي للمؤسسة"، دراسة حالة مطاحن الواحات، جامعة قاصدي مبراح ورقلة، 2011، ص 17.

الفصل الأول الرافعة المالية وأثرها على أداء المؤسسات

المعدل من حساب عدد المرات التي يتكرر فيها رقم الأعمال بنفس الحجم ليغطي الأصول الاقتصادية، بشكل يمكن متخذ القرار المالي من مراقبة الجدوى الاقتصادية للأموال المستثمرة في الدورة الاقتصادية وإمكانية تصحيحها لتحقيق الأهداف المسطرة¹.

(AE/CP) وهي نسبة تعبر عن الهيكل المالي وتسمى بمعامل الاستدانة، تقيس التركيبة المالية للمؤسسة، وذلك بمقارنة مستوى الأموال الخاصة إلى إجمالي الأصول الاقتصادية، "ويمكن هذا المعدل من حساب عدد مرات التي تتكرر فيها الأموال الخاصة بنفس المستوى لتغطي الأصول الاقتصادية، أي تعطي للمسير المالي فكرة حول مساهمة الأموال الخاصة في تمويل الاحتياجات المالية ممثلة في الأصول الاقتصادية"².

ويمكن توضيح المعادلات الممكنة للمردودية المالية وتقييمها كالآتي³:

$$0 \leq (Rf) \dots\dots\dots\% \text{ لا توجد مردودية مالية؛}$$

$$0 \leq (Rf) \leq 5\% \dots\dots\dots\text{مردودية مالية ضعيفة،}$$

$$5\% \leq (Rf) \leq 10\% \dots\dots\dots\text{مردودية متوسطة؛}$$

$$(Rf) \leq 10\% \dots\dots\dots\text{مردودية مرتفعة ومرضية.}$$

بعد تحليل المردودية المالية نخلص إلى أنها تتكون من جملة من النسب والتي من خلال قياسها يمكننا من التعرف على القوة التنافسية للمؤسسة ومدى قدرتها على زيادة الإنتاجية، وكذلك إدراك تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة ومستوى نجاعتها في اختبار السياسة المالية التي تتوافر مع إمكانياتها وتلبي لها احتياجاتها الضرورية⁴، فالمردودية المالية في المستوى الثاني بعد المردودية الاقتصادية وتحققها مشروط بتحقيق هذه الأخيرة.

3-أثر الاستدانة:

من المعلوم بأن تكلفة الديون تعبر عن معدل العائد الذي تدفعه المؤسسة نتيجة الاقتراض، ولها أهمية كبيرة في تفسير وتحليل مفهوم أثر الرافعة المالية، من خلال مقارنتها بالمردودية الاقتصادية، من أجل تحديد درجة المخاطر المالية.

تعبر النسبة: الأصول الاقتصادية / الأموال الخاصة عن نسبة الاستدانة في المؤسسة

حيث أن: مجموع الأصول = مجموع الخصوم، ومجموع الخصوم = الأموال الخاصة + الديون.

ومنه فالنسبة السابقة تكتب بالشكل⁵:

$$\frac{\text{الديون}}{\text{الأموال الخاصة}} + 1 = \frac{\text{الأموال الخاصة} + \text{الديون}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

¹ ناصر دادي عدون، اقتصاد مؤسسة، الطبعة الثانية، الجزائر، دار المحمدية العامة، 1990، ص 46.

² تودرت أكلي، التحليل المالي، في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماجستير م، جامعة الجزائر 3، 2009، ص 61.

³ Gestion Financier de l'entreprise, 2eme edition, Economic, Paris, 2005, p 105, Patrick Piget

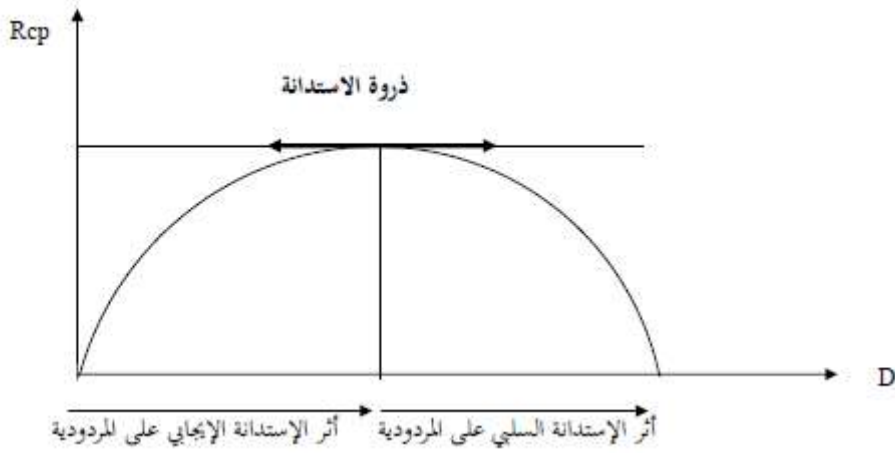
⁴ ميلود ميلي، أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة، رسالة ماجستير، غ م، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013، ص 5.

⁵ سارة سعيدة عزي، محاولة دراسة أثر الرافعة المالية للمنظور المالي، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة 2011، ص 36.

حيث أن العلاقة بين إجمالي الأصول والأموال الخاصة تقيس لنا الاستدانة بصورة تظهر فيها المردودية المالية كنتائج للمردودية الاقتصادية من خلال نسبة الاستدانة.

ويمكن إظهار أثر الاستدانة على المردودية المالية في الشكل التالي:

الشكل رقم (01-01): يوضح أثر الاستدانة على المردودية المالية



المصدر سارة سعيدة عزي، ص 38.

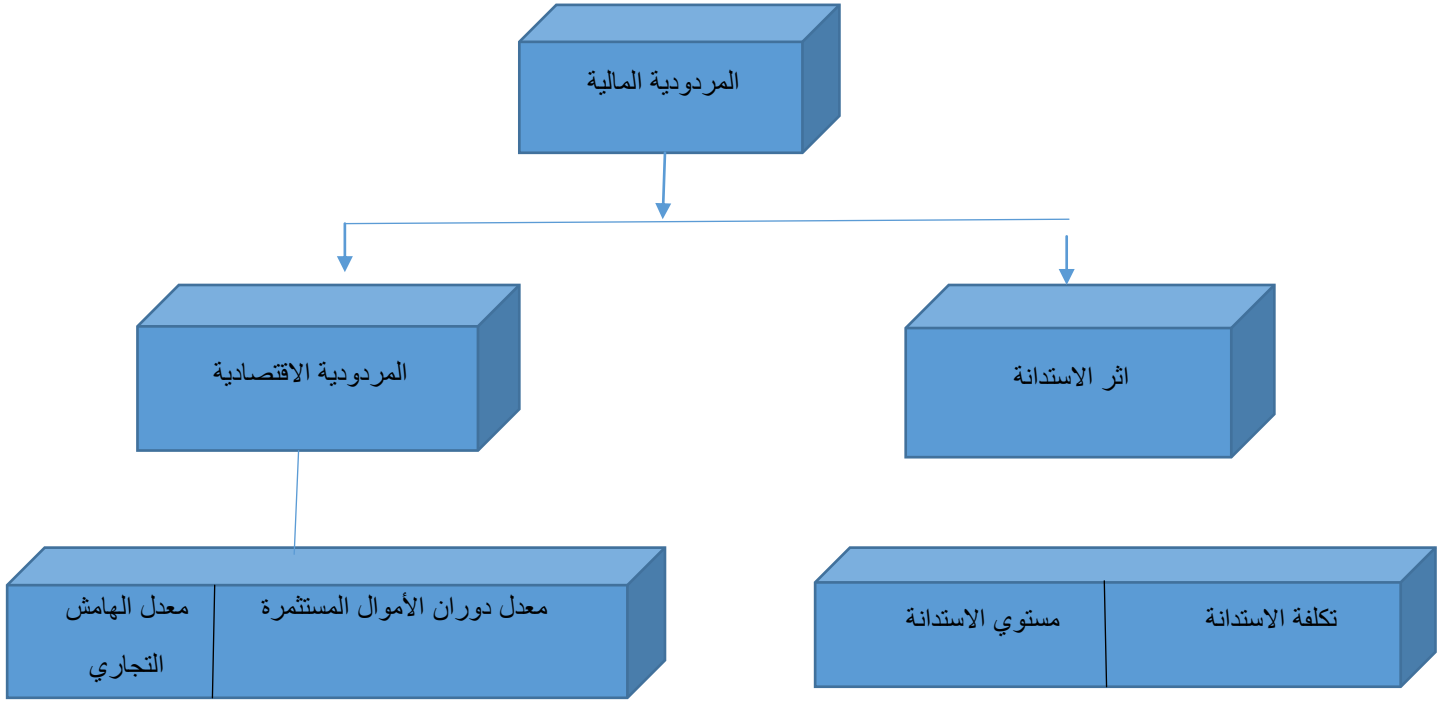
من خلال هذا الشكل يتبين لنا أن للاستدانة تأثيران على المردودية المالية، ففي المرحلة الأولى تتزايد المردودية المالية بزيادة الاستدانة وفي هذه الحالة يكون للاستدانة أثر إيجابي إذ أنها تؤدي إلى الرفع من مردودية الأموال.

لكن عندما تصل الاستدانة إلى نسبة معينة والتي تعرف بذروة الاستدانة (كحد أقصى للديون) تصبح ذات أثر سلبي على المردودية المالية التي تبدأ في التناقض إلى أن تنعدم، مما يعني ضرورة مراقبة مستوى الاستدانة باستمرار وذلك من خلال حساب أثر الرافعة المالية.¹

انطلاقاً من العلاقات السابقة يمكن إيجاد العلاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية وذلك ما نوضحه في الشكل التالي:

¹نفس المرجع السابق ص 36.

الشكل رقم (01-02) يوضح العلاقة بين المردودية المالية والاقتصادية¹



S :SALVADOR BALLADA . GESTION FNANCIERE . EDDITION AGEN DE France 1997.P35.

يمكن أن تكون لمؤسسة مردودية اقتصادية جيدة، ومردودية مالية رديئة، وعكسيا، يمكن أن تتمتع مؤسسة ذات مردودية اقتصادية ضعيفة بمردودية مالية جيدة، هذا التناقض الظاهري ناتج من أثر الرافعة المالية (معامل الاستدانة)، الذي يمكن أن يضاعف المردودية بالنسبة للمساهمين، فنسبة المردودية المالية (بالنسبة إلى الأموال الخاصة) عبارة عن جداء نسبتين:

$$\text{المردودية المالية} = R_f = \text{المردودية الاقتصادية} \times \text{معامل الاستدانة } D$$

$$\text{النتيجة } R / \text{الأموال الخاصة } cp = \text{النتيجة } R / \text{الأصول} \times \text{(الخضوم / الأموال الخاصة } cp).$$

فهذه العلاقة المنطقية تشير الى أنه عند مردودية اقتصادية مستقرة، تتحسن المردودية المالية عند ارتفاع معدل الاستدانة، فيمكن للمؤسسة أن تحسن مردوديتها المالية بالاستدانة، إن اتخذت القرارات فيما يخص الاستثمارات التي تعتمد على الاستدانة لا يمكن أن يغفل معدلات الخطر المرتبطة بها، إذ أن كل مردودية مالية مضاعفة بفعل أثر الرافعة يتبعها معدل خطر مضاعف.

¹SALVADOR BALLADA, GESTION FNANCIERE, EDDITION AGEN DE France 1997, P35.

المطلب الثاني: الإطار المفاهيمي للرفع المالي

يتوقف اختيار هيكل التمويل للمؤسسة على الرفع المالي والرفع التشغيلي الذي يتميز مصدره بإرتفاع تكلفته، التي تعد الوجه الآخر للعائد، والذي تتعرض المؤسسة بسببه لمخاطر كثيرة، وبالتالي فقرار اختياره إذن يتوقف على أثر العائد والمخاطر.

الفرع الأول: مفهوم الرفع في الإدارة المالية

تعني كلمة رافعة في علم الطبيعة أو الفيزياء استخدام أداة صغيرة لرفع أشياء ثقيلة نسبياً، أما في علم الإدارة المالية فيقصد بالرفع استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع.¹

هناك عدة تعاريف جاءت في هذا المجال من بينها:

- يعبر الرفع المالي عن درجة أو نسبة استخدام التمويل بالمدىونية لتمويل جزء من الأصول.²
- الرفع المالي عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم؛
- مصطلح أثر الرافعة المالية يشير إلى أثر الاستدانة على الأموال الخاصة، ويعتمد أثر الرافعة المالية على الهيكل المالي للمؤسسة.³

مبدأ أثر الرافعة هو أنه عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار الأموال المقترضة في مجال نشاطها الصناعي والتجاري⁴، فإنها تحصل من جراء ذلك على نتيجة اقتصادية التي من المفروض أن تكون أعلى من التكاليف المالية.⁵

ويمكن أن يلعب أثر الرفع المالي ثلاث أدوار هي:

الحالة الأولى: يلعب فيها أثر الرفع المالي دوراً إيجابياً، وتتحقق عندما تكون المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الديون؛

في هذه الحالة كلما زادت نسبة الديون على الأموال الخاصة أي زيادة المدىونية أدى ذلك إلى ارتفاع المردودية المالية؛

الحالة الثانية: ويلعب فيها أثر الرفع المالي دوراً سلبياً، وتتحسد هذه الحالة عندما تكون المردودية الاقتصادية أقل من معدل الديون؛

في هذه الحالة كلما زادت نسبة الديون على الأموال الخاصة أدى ذلك إلى انخفاض المردودية المالية.

الحالة الثالثة: هي حالة حياد أثر الرفع المالي، وتتحسد عندما تتساوى المردودية الاقتصادية بمعدل الديون، فمهما تغيرت نسبة

الديون على الأموال الخاصة فإن المردودية المالية تبقى على حالها.

ويمكن الإشارة إلى أن اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى ارتفاع مردودية الأموال الخاصة وهذا في حالة ما إذا كانت مردودية الأصول أعلى من تكلفة الديون، ولكن في أغلب الأحيان هذه الزيادة تؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية، حيث أن هذه الأخيرة تزداد كلما لجأت المؤسسة إلى الاستدانة.¹

¹ دراسات، مجلة دولية محكمة، العدد الإقتصادي، العدد 28 جانفي 2017، جامعة الأغواط.

² د، علي حنفي، المدخل إلى الإدارة المالية الحديثة، التحليل المالي وإقتصاديات الاستثمار والتمويل، دار الكتاب الحديث 2008، ص 89.

³ KhemissiChiha. *Gestion et strategie financiere*, 1ere edition houma. 2005. P57.

⁴ إلياس خضيرة الحمدوني، فائز هليل سريح الصبيحي، *العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم*، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 8، ص 152.

⁵ مريم عبا، تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات الرفع المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة 2012 ص 43.

الفرع الثاني: الصياغة الرياضية لأثر الرافعة المالية وكيفية حسابها:

للضريبة أثر واضح في حساب أثر الرفع المالي، حيث أن اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي وذلك لأن الفوائد تطرح من الأرباح قبل حساب الضرائب، فالمؤسسات التي تدفع معدل ضريبة مرتفع تفضل مثلاً التمويل بالاقراض بدلاً من التمويل عن طريق الأموال الخاصة لأن الوفر الضريبي لهذه المؤسسات سيكون أكبر.²

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرفع المالي كالتالي:

Roper: النتيجة التشغيلية؛

Rn: النتيجة الصافية؛

Re: المردودية الاقتصادية؛

Rcp: مردودية الأموال الخاصة؛

CP: الأموال الخاصة؛

D: الاستدانة الصافية؛

I: المصاريف المالية (تكلفة الاستدانة)؛

IS: معدل الضريبة على أرباح الشركات؛³

لدينا مايلي: نحدد النتيجة الصافية بدلالة النتيجة التشغيلية:⁴

$$R_{net} = (R_{oper} - i \times D)(1 - I_s)$$

وبقسمة طرفي المعادلة (1) على قيمة الأموال الخاصة Cp نجد أن:

$$R_{cp} = \frac{R_{net}}{cp} = \frac{R_{oper} - iD \cdot (1 - I_s)}{cp}$$

$$= \frac{\frac{R_{oper}}{CP+D} - \frac{iD}{cp+D}}{\frac{cp}{CP+D}} = Re - \frac{i \cdot D}{cp + D} \times (1 - I_s) \times \frac{cp + D}{cp}$$

¹Christophe Thibierge, philipe Thomas, L'effet de levier unere lecture opérationnelle à destination des décideurs financiers d'entreprise cahier de recherche ESCP 97 – 135 pages.

²إيمان بن عزوز، دور مؤشرات الرفع في تقييم الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماستر في العلوم المالية والمحاسبة، مالية مؤسسة، غير منشورة، جامعة ورقلة 2009، 2010، ص 64-65.

³إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، صص 270-272.

⁴George depallens, jeanpierre jobard gestiofinancière de l'entreprise, 10 éme éditions siren, paris 1990 p 243.

$$Re \times \left(\frac{cp + D}{cp} - \frac{iD}{cp + D} - \frac{cp + D}{cp} \right) \times (1 - Is)$$

$$= \left(Re \times \frac{cp + D}{cp} - \frac{iD}{cp + D} \right) \times (1 - Is)$$

$$\left(Re \times \frac{cp}{cp} + Re \frac{D}{cp} - \frac{iD}{cp} \right) \times (1 - Is)$$

$$\left(Re + Re \frac{D}{cp} - \frac{iD}{cp} \right) \times (1 - Is)$$

$$Rcp = Re \times (1 - Is) + (Re - i) \times \frac{D}{cp} \times (1 - Is)$$

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية رياضياً كالتالي:¹

$$Rcp = Re + ((Re - i) \times \frac{D}{cp}) \times (1 - Is)$$

حيث:²

(Re-i): الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الإستدانة .

D/Cp: الرافعة المالي

(Re-i): أثر الرافعة المالية. D/Cp.

فيكون لدينا:

مردودية الأموال الخاصة = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية

وبالتالي:

$$\text{أثر الرافعة المالية} = \text{مردودية الأموال الخاصة} - \text{المردودية الاقتصادية}$$

¹ مسعودي سمية، أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، مالية وتأمينات وتسيير مخاطر، جامعة أم البواقي 2017، ص32.

² إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص286.

الفرع الثالث: حساب أثر الرافعة المالية

لحساب أثر الرافعة والمردودية المالية يجب الاستعانة ببعض العناصر التي تراها ضرورية والتي تتمثل في:¹

العناصر التي يتم استخراجها من جدول حسابات النتائج:

- رقم الاعمال (CA)؛
- النتيجة الجارية (RC)؛
- التكاليف المالية الصافية (CF) نذكر هنا انها صافية من النواتج المالية؛
- نتيجة الاستغلال (RE).

-العناصر التي يتم إستخراجها من الميزانية:

- الاستثمارات (Im)؛
- الاحتياج في رأس مال العامل (للاستغلال وخارج الاستغلال) (BFR)؛
- الأصول الاقتصادية (AE)؛
- الأموال الخاصة (CP)؛
- المديونية الصافية (D)؛
- معدل الضريبة على الأرباح والذي يرمز له IS.

إذا كانت المؤسسة تمويل نشاطها جزئيا بأموال شبه خاصة، فلا بد من إجراء دراسة من أجل فصل الأموال الخاصة عن المديونية، مثلا إذا كانت هناك سندات قابلة للتحويل ثم التأكد من تحويلها فإنه يتم إلحاقها بالأموال الخاصة مع خصم الفوائد المدفوعة من المصاريف المالية وضمها للنتيجة، أما في الحالة العكسية فتلحق بالمديونية، كما يجب توزيع المؤونات المتعلقة بالأخطار والتكاليف بين المديونية الصافية والأموال الخاصة، لأنه بدون ذلك الميزانية المختصرة لا تكون متوازنة.

أما في حالة المؤسسات التي تتميز بأصول اقتصادية سالبة فيكون لديها احتياج في رأس المال العامل وتكون مردودية أموالها الخاصة مرتفعة، أما مردوديتها الاقتصادية فيجب أن تحسب بالأخذ في الاعتبار نواتج التوظيفات المالية بحيث يتم ضمها في النتيجة ومبلغ التوظيفات يضم إلى الأصول الاقتصادية حيث تحسب كالآتي:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = (\text{نتيجة الاستغلال} + \text{النواتج المالية}) - 1 / \text{الأصول}$$

باعتبار أن هذا النوع من المؤسسات تأخذ في الحسبان نواتجها المالية عند تحديد أسعار بيع منتجاتها وخدماته.²

¹ نفس المرجع، ص 286.

² نفس المرجع السابق ص 110

المطلب الثالث: علاقة أثر الرافعة بالمردودية:

الفرع الأول: تحليل الرافعة المالية:

من خلال الصياغة الرياضية لأثر الرفع المالي يتضح أن للضريبة أثر واضح في حسابه حيث اللجوء إلى عملية الإستدانة تؤدي إلى تدني الوعاء الضريبي، وهذا بطبيعة الحال يتم من خلال طرح الفوائد من الأرباح قبل حساب الضريبة، ومن أجل أن تتحقق المؤسسات وفرات الضريبة فهي تفضل التمويل بالإقتراض بدلا من التمويل أو إستعمال أموالها الخاصة.

يتجلى الهدف من حساب الرفع المالي في دراسة أثر الإستدانة على المردودية المالية، حيث قد يكون للإستدانة أثر إيجابي على المردودية المالية، كما لا يمكن أن يهمل الأثر السلبي له.

هذا يختلف من مؤسسة إلى أخرى ويتم توضيح ذلك من خلال الحالات التالية، والتي تمثل حالات الرفع المالي¹:

1- حالة مؤسسة عديمة الاستدانة: هي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع، يعني أن المؤسسة تمول احتياجاتها المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي، والرفع في رأس المال:

$$D = 0 / I = 0 \rightarrow R_{cp} = [R_e + (R_e - 0) \cdot 0 / cp] \cdot (1 - is)$$

$$\begin{aligned} R_{cp} &= R_e \cdot (1 - is) \\ R_e &= R_{cp} / (1 - is) \end{aligned}$$

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

2- حالة مؤسسة مستدينة: تعد عملية الإقتراض من أهم مصادر التمويل، كما أن الاستدانة تساهم في تحسين المردودية المالية بصفة خاصة ومستويات المردودية الكلية، هنا يجب التمييز بين ثلاث حالات يمكن أن تقع فيها المؤسسة هي²:

• **حالة المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة ($R_e < i$):** في هذه الحالة يكون الرفع المالي غير صالح للمؤسسة أي بزيادة الاعتماد على قروض تؤدي إلى انخفاض المردودية المالية ويسجل هذا الانخفاض من خلال زيادة المصاريف المالية.

$$(R_e - i) < 0 \rightarrow R_f = (R_e - i)D / cp < 0$$

($R_e - i$): الهامش بين المردودية والاستدانة؛

($R_e - i$) X D / cp: أثر الرافعة المالية؛

Rf : الرافعة المالية.

¹ ميلود ميلي، أثر الرفع على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة، مذكرة ماستر، غ م، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013، ص 65.
² نفس المرجع، ص 65.

الفصل الأول الرافعة المالية وأثرها على أداء المؤسسات

الهامش بين المردودية والاستدانة أصغر من الصفر هذا يستلزم أن الرافعة المالية تساوي أثر الرافعة المالية أصغر من الصفر، ومن خلال هذه العلاقة يكون أثر الرفع المالي سالب.

- حالة المردودية الاقتصادية تساوي تكلفة الاستدانة ($Re = i$): في هذه الحالة نفس حالة انعدام الاستدانة، حينها تتوحد دلالة مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية بعد الضريبة ، وبالتالي الرفع المالي يكون بدون أثر على المردودية المالية.
- حالة المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة ($Re > i$): عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الاستدانة في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح المؤسسة، نظرا للأثر الإيجابي للمؤسسة¹

$$(Re - i) > 0 \rightarrow Rf = (Re - i).D/cp > 0$$

الهامش بين المردودية والاستدانة أكبر من الصفر هذا يستلزم أن الرافعة المالية تساوي أثر الرافعة المالية أكبر من الصفر.

إذن يمكن تحسين المردودية المالية، بزيادة الرفع المالي D/CP ، أي يمكن اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى زيادة المردودية المالية.

الفرع الثاني: تأثير الرافعة المالية على ربحية المؤسسة

يمكن تعريف الرافعة المالية بأنها "استخدام أموال الغير (الاقتراض) بتكاليف ثابتة (فوائد ثابتة) على أمل زيادة الأرباح، فإن كانت الأموال مقترضة تكون الفوائد المدبنة هي نقطة الارتكاز للرافعة المالية، وإن كانت الأرباح آتية من بيع الأسهم الممتازة فالتكاليف الثابتة (الفوائد) هي أرباح الأسهم الممتازة قبل دفع الضرائب، ومعنى ذلك أن بإمكان الشركة استخدام الأموال المقترضة من أجل تحقيق ربح أكبر للمساهمين، ويكون الأساس المالي هنا هو ملكية المشروع الذي تم بناء عليه الحصول على قرض بضمانته.

ويكون استخدام الرافعة المالية مرغوبة للشركة إذا كان السوق يمر بظروف اقتصادية مزدهرة حيث يكون احتمال أن يحقق استخدام القرض عوائد مالية أكبر، وبالتالي الأرباح تتأثر بالعلاقة التالية:

إجمالي الخصوم المقترضة من الغير إلى إجمالي الأصول ويطلق على هذه النسبة بالرافعة المالية.

وبالمنطق الرياضي يمكن قياس درجة الرافعة المالية بالمعادلة التالية:²

درجة الرافعة المالية = الأرباح قبل الفوائد / الأرباح بعد الفوائد

¹ بسام محمد الأعما، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، غزة، 2005، ص 89.

² علي عباس الإدارة المالية، جامعة البترا، دار إتراء للنشر والتوزيع الطبعة الأولى، 2008 ص 233

الفرع الثالث: بعض الإنتقادات الموجهة لأثر الرافعة المالية:

بالرغم من الإيجابيات التي يقدمها مؤشر الرافعة المالية في مساعدة المؤسسة على اختيار مصادر تمويلها واتخاذ قرار التمويل إلا وإن لها من الناحية المالية بعض العيوب والقصورات والتي من بينها:¹

- المبالغة في بعض الأحيان في معدلات الفائدة، مما يؤدي إلى المبالغة في أثر الرافعة الذي تم احتسابه على أساسها؛
 - تمثل المردودية الاقتصادية في مجال تسيير المؤسسات أحد أهم مؤشرات الفعالية والمردودية، وكذا مع تطور مؤشرات الربح الاقتصادية التي تقارن بين المردودية الاقتصادية والتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، لكن من الناحية المالية فإن فوائد المعدلات المحاسبية للمردودية الاقتصادية والأموال الخاصة جد محدودة، ومحسوبة على أساس محاسبي فهي لا تأخذ بعين الاعتبار المخاطرة، ومنه لا يمكنهما أن يخرجا لخدمتهما هدف المؤسسة، حيث أن الاعتماد عليهما يؤدي إلى اتخاذ قرارات خاطئة؛²
 - مؤشر الرافعة المالية يخدم المؤسسة في حالة ما إذا كانت $(Re > i)$ وبحسب هذا المؤشر فإن معدل الفائدة ثابت دائما وهذا غير واقعي؛
 - التضارب بين مصالح كل من المساهمين والمقرضين حيث يبحث كل منهما على تحقيق مصلحته الخاصة والتي تتمثل في تعظيم ثروته؛
 - رغم أن مؤشر أثر الرافعة يحدد أثر الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة إلا أنه لم يضع حدود للاستدانة (الاستدانة المثلى) التي تمكن من تحقيق أهداف المؤسسة، حيث كما ذكرنا سابقا ان لجوء المؤسسة باستمرار إلى الاستدانة لا يعني زيادة مستمرة في مردودية أموالها الخاصة بل وقد تتعرض المؤسسة جراء ذلك إلى مخاطر عديدة ولعل أخطرها الإفلاس.
- ومثال على ذلك إنحيار أكبر المؤسسات العالمية في الأزمة المالية الراهنة.

¹Pierrvemimmen pascal Quiry,yannlefur, opcit , pp 306 , 307.

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

المبحث الثاني: عرض الدراسات السابقة

المطلب الأول: دراسات باللغة العربية

1 دراسة ثروة محمد أحمد شعلان الأغبري (2002): بعنوان "أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعية الغذائية اليمنية"¹

هدفت الباحثة إلى إختبار درجة تأثير الرافعة المالية على المتغيرات التابعة كل على حدى وعرض النتائج الخاصة بأثرالرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية من خلال متغيري قيمة المنشأة والسيولة قصيرة، أجرت الباحثة دراستها على عينة طبقية تشمل فقط الشركات المصنفة على أساس أنها شركات ذات حجم كبير وعددها ضمن البحث (20) شركة عاملة في قطاع الغذائي الصناعي الخاص ونظرا لصعوبة حصول الباحث على بيانات بعض هذه الشركات بشكل نهائي او لأن بعض تلك الشركات غير مفترض على الإطلاق، لذلك فإن نوع العينة المستخدمة بشكلها الأخير: عينة طبقية /تحكمية /ميسرة وعددها 10 شركات عاملة في هذا القطاع، وقد توصل الباحث إلى وجود تأثير جوهري للرافعة المالية على قيمة المنشأة على مستوى جميع الشركات.

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

هدفت الدراسة إلى إختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي، وذلك وفقا لمقاييس الأداء التقليدية (العائد على الأصول ROA، VF لعائدعلى الأموال الخاصة ROE، العائد على المبيعات ROS، نمو المبيعات والقيمة السوقية للمؤسسة التي تم إحتسابها وفقا لنموذج " Topin sq " ومعرفة أي منهم أكثر تأثرا بالرفع المالي، حيث طبقت هذه الدراسة على عينة مكونة من 20 مؤسسة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2004 الى غاية 2011، حيث تمت الإستعانة بنماذج الإنحدار لتحليل البيانات ومعامل الإرتباط لبيرسون، توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء التقليدية (ROA-ROE-ROS)، وكذلك أثر سلبي للرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسة حسب نموذج (Topin sq)، وبناءا على ذلك توصي الدراسة بأن تقوم إدارات المؤسسات المساهمة العامة الفلسطينية بدراسة وتقييم مالي لهيكل التمويل بهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثلى للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي وذلك لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي والقيمة السوقية لهذه المؤسسة، وإقرار قوانين إقتصادية تتيح المجال للمؤسسات المساهمة العامة الفلسطينية إستخدام قرض السندات وأدوات مالية أخرى تتيح المجال لبدائل متعددة أمام هذه المؤسسات أثناء إستخدام الرفع المالي في التمويل.

¹ثروة محمد أحمد شعلان الأغبري، أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعية الغذائية اليمنية، مذكرة ماجستير منشورة، 2002،ص25.

²جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات، مجلة جامعة الأزهر، المجلد 15، العدد01، غزة، فلسطين، 2013. ص16.

3-دراسة عبد الرحمان دغوم(2016): " بعنوان أثر الرفع المالي على المردودية المالية في المؤسسات البترولية الوطنية"¹

سعى الباحث لدراسة اثر الرفع المالي على المردودية المالية وذلك بتطبيقها على الشركات البترولية الوطنية العاملة بمنطقة حاسي مسعود، حيث تم أخذ عينة مكونة من خمس شركات خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2014، وتم استخدام أسلوب البيانات الطولية " panel data " لدراسة العلاقة بين الرفع المالي كمتغير مستقل مقاسا بالديون المالية إلى الأموال الخاصة، والمردودية المالية كمتغير تابع رئيسي بالإضافة إلى متغيرات تابعة فرعية أخرى تتمثل في مركبات المردودية المالية، وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews 7) وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة : وجود علاقة تأثير عكسية ذات دلالة إحصائية للرفع المالي على كل من المردودية المالية، ومركباتها المتمثلة في نسبة الربحية الاجمالية ومعدل دوران الأصول والنسبة الهيكلية ومن ثم يتوجب التقليل من حجم الديون المالية لإرتفاع أعبائها المالية التي بدورها تؤثر سلبا على المردودية المالية.

4-دراسة علي كنعان -علي ساعود(2018) : "بعنوان أثر الرافعة المالية على الربحية دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"²

هدفت الدراسة إلى الكشف عن أثر الرافعة المالية على ربحية الشركات غير المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ومدى إمكانية استخدام الديون في زيادة الربحية، ولتحقيق أهداف الدراسة تم جمع البيانات اللازمة لمتغيرات الدراسة، وهي المتغير المستقل الممثل بالرافعة المالية وذلك عبر النسب التالية : (نسبة تمويل أصول الشركة ممثلة بنسبة الاقتراض ونسبة الرفع المالي ممثلة بإجمالي الأصول إلى حقوق الملكية وحجم الديون طويلة الأجل المستخدمة مقارنة بحقوق الملكية معبرا عنها بنسبة الديون)، أما المتغير التابع للربحية فيعبر عنه (بمعدل العائد على الأصول)، وذلك بالإعتماد على القوائم المدققة للشركات غير المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة من 2008 حتى 2016 حيث تم استخدام البرنامج الإحصائي SPSS لإختبار العينة وذلك باستخدام الإنحدار الخطي، وخلصت الدراسة بعد إجراء عملية التحليل لبيانات الدراسة إلى أن للرافعة المالية أثر ذو دلالة معنوية على الربحية في الشركات غير المالية المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، أوصت الدراسة بزيادة القروض والتسهيلات الممنوحة للشركات لما لذلك من أثر إيجابي علميحيثها وإلى توسيع إطار الأبحاث المستقبلية من حيث الحدود الزمانية والمكانية وحجم العينة، وعدم الإقتصار على الشركات الصناعية والخدمية فحسب، بل وأن تشمل على القطاعات الأخرى المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ومقارنة نتائجها مع الأسواق الأخرى في المنطقة.

¹دغوم عبد الرحمان، دراسة أثر الرفع على المردودية المالية، مذكرة ماستر منشورة، جامعة قاصدي مرباح، 2016.

²-علي كنعان-عليساعود، أثر الرافعة المالية على الربحية دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مذكرة ماستر منشورة، 2018.

1-دراسة بترو وجون (Bitro And John-2001): بعنوان "الرافعة وفرص النمو" " The Leverage And Growth Opportunity"¹

وهدفت هذه الدراسة الى دراسة أثر فرص النمو على تكييف الديون والمخاطر، مما سيؤدي الى إيجاد تكلفة دين جديدة وأن استغلال فرص النمو سوف يؤدي إلى التغلب على مشكلة الاستثمار غير الكامل، كما أشارت هذه الدراسة أن الديون ذات المخاطر العالية قد لا تشجع على الإستثمار، حيث ثبت أن العلاقة كانت في بعض الشركات علاقة عكسية، بمعنى أن الشركات تجنب المخاطر العالية رغم احتمال العوائد المرتفعة، كما قدمت هذه الدراسة نموذجاً يوضح كيفية الإختيار بين خيارى تحمل المخاطرة أو تجنبها.

2-دراسة سايني (Saini-2012): بعنوان "أثر الرافعة المالية على عائد الأسهم وقيمة المؤسسة،دراسة تطبيقية على شركات الاتصالات"²

« Impact of Financial Leverage On Shareholders Return and marketcapitalization Empirical Evidence of Telecommunication Sector Companies »

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الرافعة المالية على عائد الأسهم وقيمة المؤسسة، وشملت عينة الدراسة 7 مؤسسات في قطاع الإتصالات موجودة في سوق الهند خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2011، حيث إعتمدت الدراسة لتحليل بياناتها على البرنامج الاحصائي SPSS 16 ومعامل الارتباط لبيرسون،وتوصلت الدراسة أن هناك أثر إيجابي بين الرافعة المالية وعائد الأسهم وأثر سلبي بين الرافعة وقيمة المؤسسة.

3 دراسة (Mohammad Ali -2014):بعنوان "العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي"³

هدفت هذه الدراسة إلى إختيار العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي، حيث طبقت على عينة مكونة من 20 مؤسسة في قطاع الكيمياء المدرجة في سوق كراتشي (باكستان) للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2006 الى 2013،ولتحليل البيانات المستخرجة من القوائم المالية لعينة الدراسة إعتمد الباحث على البرامج الإحصائية (Eviews –spss)، كما إستخدم مصفوفة

¹-Bitro and John. **Leverage and Growth Opportunit.** 2001.

²-Rajni Saini. **Impact of Finacial Leverage On Shareholders Return and market cagltalizatlon. Empirical Evidenceof Telecommunication Sector Companies.** India. International Journal of Research in IT. Management and Engineerig ISSN 2249-1619. Vol 2. Issue 12. 2012.

³-Mohammad Ali. **Relarionshipbetween Financial Levezage and Financial Performance. Evidence of ListedChemical Companies of Pakistan.** Research Journal of Finance and Accounting ISSN 2222-1697. Vol 5. No 23. 2014.

الإرتباط ونموذج (PanelData)، ومن أهم النتائج المتوصل إليها أن العلاقة إيجابية بين العائد على الأصول، صافي الربح والعائد على رأس المال العامل مع الرافعة المالية، وعلاقة سلبية بين العائد على الأموال الخاصة والرافعة المالية، ومن توصيات الدراسة ضرورة دراسة العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي على قطاعات أخرى.

المطلب الثالث: تعقيب على الدراسات

من خلال استعراض الدراسات السابقة والتي تم عرضها أعلاه، أغلب الدراسات تشير إلى أن هناك اختلاف في آراء الباحثين حول علاقة الرفع بالعائد على الاستثمار وكذا بتكلفة التمويل ، بالإضافة إلى المخاطرة للمؤسسات وهذا على غرار دراسات كل من (عبد الرحمان دغوم، علي كنعان وعلي ساعد، بترو وجون، سايني) هدفت إلى إبراز علاقة الرفع المالي على الربحية وعائد الأسهم وقيمة المؤسسة وفرص النمو، أما دراسة كل من (جميل حسن النجار، محمد علي، ثروة محمد أحمد شعلان الأغبيري) فقد عاجلت العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي، كما اشتركت معظم الدراسات بما فيها الدراسة الحالية في أدوات وأساليب معالجة الموضوع، حيث إتمدت على المنهج الوصفي والتحليل الإحصائي للبيانات والقوائم المالية لمؤسسات العينات، وذلك لإختبار العلاقة بين المتغيرات.

أما الدراسة الحالية، تهدف إلى إيجاد العلاقة الإحصائية بين نسبة الرفع المالي مقاسا بنسب المردودية المالية والاقتصادية بحيث تمت دراستنا في القطاع الخدمي(الاتصالات) بولاية ورقلة مكونة من أربع مؤسسات للفترة الممتدة ما بين (2009-2017)، أما عن الأساليب المستعملة في الدراسة فتكمن في استخدام نماذج Panel data وذلك بالإعتماد على برنامج Eviews.

خلاصة الفصل:

عرض في هذا الفصل الأدبيات النظرية والتطبيقية، حيث تم التطرق في المبحث الأول الى مجموعة من المفاهيم المتعلقة بالأداء وتقييم الأداء المالي الذي يعتبر من أهم المواضيع الذي حضباها تمام العديد من المحللين الماليين لكونه يبين نقاط القوة والضعف بالنسبة للمؤسسة، كما تم تناول أدوات قياس الأداء المالي عن طريق مؤشرات المردودية التي من خلال تحليلها تساعد المسيرين الماليين من اتخاذ القرارات المالية المناسبة التي تحقق أهداف المؤسسة.

كما تم التطرق إلى أثر الرفع المالي وطريقة حسابه إذ تعتبر مهمة البحث عن مصادر التمويل من القرارات الصعبة التي تواجهها المؤسسة الأمر الذي يجعلها في بعض الأحيان تتخلى عن مبدأ الاستقلالية المالية وتوسيع نطاق الاستدانة لتحسين مردوديتها.

أما فيما يخص المبحث الثاني فقد تم عرض بعض 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 والأدوات المستخدمة وكذا ذكر أهم النتائج المتوصل إليها، وفي الأخير تمت مقارنة هذه الدراسات بدراستنا الحالية.

الفصل الثاني:

أثر الرافعة على الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية في الجزائر

(دراسة قياسية لعينة من مؤسسات قطاع الإتصالات في ورقلة)

تمهيد:

بعدها تطرقنا إلى الجوانب النظرية للرافعة المالية وعلاقتها بالأداء المالي في الفصل الأول، وكذلك الدراسات السابقة في الموضوع، نحاول الاستفادة من ذلك بالإجابة على إشكاليات البحث، وقياس العلاقة المذكورة في عينة من مؤسسات قطاع الاتصالات في ولاية ورقلة وهي موبيليس، إتصالات الجزائر، اوراسكوم و الوطنية تيليكوم، من خلال الاستفادة بالأدوات التحليلية القياسية وذلك في الفترة (2009-2017).

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في قياس أثر الرفاعة على الأداء المالي للعينة محل الدراسة

لقد تم التطرق فيما يلي لمجتمع الدراسة والعينة المدروسة وكذلك تطبيق الصيغ المذكورة في الفصل الأول لحساب مؤشرات الرفع المالي والأداء كمتغيرات للدراسة كذلك نلقي الضوء على أهم الأدوات التحليلية والإحصائية في الدراسة.

المطلب الأول: مجتمع الدراسة، عينة الدراسة، متغيرات الدراسة.**1- تقديم مؤسسات الدراسة (عينة الدراسة)**

حاولنا في دراستنا التطبيقية التركيز على مؤسسات قطاع الإتصالات في ورقة كمجتمع للدراسة و أخذنا من ذلك عينة مكونة من اربع مؤسسات وهم إتصالات الجزائر، موبيليس، جيزي و أوريدووفيمالي سنتطرق لتقديم مبسط لهته المؤسسات:

1-1: نبذة عن نشأة الشركة الجزائرية للهاتف النقال (موبيليس)

تعد الشركة الجزائرية للهاتف النقال شركة بالأسهم، يقدر راس مالها بمائة مليون دينار جزائري (100.000.000 دج) وهو مقسم على 1000 سهم قيمة السهم الواحد 100000 دج عدد عمالها بتاريخ 31 جانفي 2005 يقدر 600 عامل تم الإعلان عن نشأتها في شهر أوت من سنة 2003، وأصبح لديها هيكلها التنظيمي المستقل بداية من جانفي 2004، وتم إنشاء أول إدارة مركزية لها في شهر جويلية من سنة 2004 بالعاصمة.

أمام الناحية التسيرية فالشركة الجزائرية للهاتف النقال تتكون من عدة وظائف ومسيرينوهي:

- يشرف على الشركة الرئيس المدير العام ومدراء وطنيين في مختلف وظائف المؤسسة وهي: 'الوظيفة التجارية، التسويق والإتصالات، الإمداد، الموارد البشرية للعلاقات العامة، المالية والمحاسبية، نظام المعلومات كما ان المؤسسات أيضا ثمانية مدراء جهويين.

- تحتوي المؤسسة أيضا على إدارة مكونة من تسعة إدارات من مختلف المستويات المهني وتمثل وظيفته في المصادقة على الإختبارات الإستراتيجية لإدارة المؤسسة.

تسعى موبيليس منذ نشأتها إلى تحديد أهداف أساسية منها:

- تقديم أحسن الخدمات؛
- التكفل الجيد بالمشركين لضمان وفائهم؛
- الإبداع.

- التقديم الجديد بما يتماشى والتطورات التكنولوجية وهذا مامكنها من تحقيق أرقام أعمال مهمة وتوصلها في وقت قصير إلى ضم أكثر من 10 ملايين مشترك.

وبإختيارها وتبنيها لسياسة التغير والإبداع، تعمل موبيليس دوما أن تعطي صورة إيجابية وهذا بالسهر على توفير شبكة ذات جودة عالية وخدمة للمشركين جد ناجعة بالإضافة الى التنوع والإبداع في العروض والخدمات المقترحة.

موبيليس أرادت التموقع كمتعامل أكثر قربا من شركائها وزبائنهم، وما زاد ذلك قوة شعارها الجديد "أينما كنتم"

هذا الشعار يعد تعهدا بالإصغاء الدائم، ودليلا على إلتزامها باللعب دور هام في مجال التنمية المستدامة وبمساهمتها في التقدم الاقتصادي، بالإضافة إلى إحترام التنوع الثقافي لإلتزامها بلعب دورها الجماعي مساهمتها في حماية البيئة وهذا بالرجوع الى قيمها الأربعة:

الشفافية، الوفاء، الحيوية والابداع.

1-2: نبذة تاريخية عن مؤسسة اتصالات الجزائر

تأسست وفق قانون 2000/03 المؤرخ في الخامس أغسطس سنة 2000 المحدد للقواعد العامة للبريد والمواصلات، فضلا عن القرار الوطني لمساهمات الدولة (CNPE)

بتاريخ 01 مارس 2001 الذي ينص على إنشاء مؤسسة عمومية إقتصادية أطلق عليها "اتصالات الجزائر"

ولمواجهة التحديات التي يفرضها التطور المذهل الحاصل في تكنولوجيات الإعلام والإتصال، باشرت الدولة الجزائرية منذ سنة 1999 بإصلاحات عميقة في قطاع البريد والمواصلات وقد تجسدت هذه الإصلاحات في سن قانون جديد للقطاع في سنة 2000، جاء هذا القانون لإنهاء إحتكار الدولة على نشاطات البريد والمواصلات وكرس الفصل بين نشاطي التنظيم وإستغلال وتسيير الشبكات، وتطبيقا لهذا المبدأ تم إنشاء سلطة ضبط مستقلة إداريا ماليا ومتعاملين، إحداهما يتكفل بالنشاطات البريدية والخدمات المالية البريدية ممثلة في مؤسسة "بريد الجزائر" وثانيهما بالإتصالات ممثلة في "اتصالات الجزائر"، لتصبح إتصالات الجزائر مؤسسة عمومية إقتصادية ذات أسهم برأس مال إجتماعي تنشط في مجال الإتصالات، مستقلة في تسييرها عن وزارة البريد وتكنولوجيات الإعلام والإتصال حيث هذه الأخيرة أوكلت لها مهمة المراقبة، ومن الفاتح جانفي سنة 2003 أصبحت الشركة مستقلة في تسييرها على الوزارة، ومجبرة على إثبات وجودها في عالم لا يرحم فيه المنافسة شرسة، البقاء فيها للأقوى والأجدر خاصة مع فتح سوق الإتصالات على المنافسة ومن ذلك الوقت وهي في تغيرات تنظيمية غير متوقعة إلى يومنا هذا، فمنذ الإنطلاقة الرسمية لها، كان تنظيمها في الأساس يشمل ثماني مديريات إقليمية مجمعة للوحدات العلمية، أما سنة 2011 أصبحت هذه المديريات الإقليمية عبارة عن مفوضيات جهوية وعددها 13 مفوضية هدفها الإشراف وإعداد التقارير التقنية والمالية حول الوحدات العلمية، هذه الأخيرة ومنذ ذلك الوقت خضعت بدورها للإستقلالية المالية، ونحن بصدد دراسة نجاعتها في أدائها المالي وتأثيرها على نتائج المؤسسة في جميع النواحي.

2- متغيرات الدراسة:

تتمثل دراستنا في قياس أثر الرافعة المالية كمتغير مستقل على الأداء المالي كمتغير تابع وسنحاول قياس هذه العلاقة بإستخدام أدوات القياس التحليلية والإحصائية لنمذجتها وذلك بالإعتماد على المؤشرات المالية المذكورة في الفصل الأول لكل من الرفع والأداء وفيما يلي سوف نطبق الصيغ المذكورة في الفصل السابق لحساب مؤشرات الرفع المالي والأداء المالي لموبيليسوالإتصالات وأوراسكوم والوطنية تيليكوم في الفترة (2009-2017).

الجدول رقم (01-02) يمثل نسب الرفع المالي بدلالة المردودية المالية والاقتصادية لمؤسسة إتصالات الجزائر خلال الفترة الممتدة بين (2009-2017):

l'année	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Rcp	2,28%	1,56%	1,70%	-8,43%	-7,34%	-7,23%	-10,92%	-13,28%	-7,33%
Re	0,15%	2,56%	0,28%	-4,66%	-4,35%	-3,02%	-10,24%	-12,71%	-4,89%
أثر الرفع	2,13%	-1,00%	1,42%	-3,77%	-2,99%	-4,21%	-0,68%	-0,57%	-2,44%

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على القوائم المالية

الجدول رقم (02-02) يمثل نسب الرفع المالي بدلالة المردودية المالية والاقتصادية لمؤسسة موبيليس خلال الفترة الممتدة بين (2009-2017):

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Rcp	14,51%	8,92%	1,67%	23,15%	19,70%	16,85%	11,29%	44,50%	15,81%
Re	8,99%	0,22%	51,21%	60,75%	54,77%	27,67%	16,22%	45,99%	57,32%
اثر الرافعة المالية	5,52%	8,70%	-49,53%	-37,59%	-35,07%	-10,82%	-4,93%	-1,49%	-41,51%

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على القوائم المالية

الجدول رقم (03-02) يمثل نسب الرفع المالي بدلالة المردودية المالية والاقتصادية لمؤسسة اوراسكوم الوطنية خلال الفترة الممتدة بين (2009-2017):

l'année	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rcp	242,79%	215,60%	262,99%	295,18%	284,59%	177,63%
Re	48,27%	55,63%	98,33%	176,51%	284,60%	181,98%
أثر الرفع RF	194,52%	159,97%	164,66%	118,68%	-0,01%	-4,34%

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على القوائم المالية

الجدول رقم(04-02) يمثل نسب الرفع المالي بدلالة المردودية المالية والاقتصادية لمؤسسة الوطنية تيليكوم خلال الفترة الممتدة بين (2009-2017):

l'année	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Rcp	2,10%	4,44%	13,95%	25,07%	39,56%	36,46%
Re	1,88%	6,98%	12,10%	18,92%	21,60%	11,51%
أثر الرفع RF	0,22%	-2,53%	1,85%	6,14%	17,96%	24,94%

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على القوائم المالية

المطلب الثاني: أدوات الدراسة

من أجل قياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي في المؤسسات محل الدراسة نستخدم عدة أدوات إحصائية وكمية للتحليل نذكر منها: نماذج **Panel**

تعرف قاعدة **Panel** بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية. إستطاعت نماذج **Panel** أن تكسب إهتماما كبيرا في الدراسات الاقتصادية لأنها تأخذ بعين الإعتبار (عينة الدراسة) تغيير الزمن وإختلاف الوحدات المقطعية.

وتتميز بمجموعة من المزايا:

- 1- زيادة تمديد المشاهدات ($N \times T$) يؤدي الى زيادة الدقة في التنبؤ؛
 - 2- إمكانية الحصول على تقديرات ذات دلالة أعلى (درجات حرية أكبر)؛
 - 3- التقليل من حدة مشاكل الإرتباط بين المتغيرات (التعدد الخطي) بخلاف السلاسل الزمنية العادية؛
 - 4- التحكم في عدم تجانس التباين الذي قد يظهر البيانات العادية؛
 - 5- الأخذ بعين الإعتبار الإختلاف بين الوحدات المقطعية والظروف المختلفة (مثلا الإختلاف في الأداء بي المؤسسات)؛
 - 6- الديناميكية المتاحة في الجمع بين إختلاف الزمن وإختلاف المقطع.
- وستتناول في دراستنا نماذج **Panel** في بيانات متوازنة في الفترة ما بين المؤسسات من (2009-2017).

النماذج الأساسية (تحليل بيانات Panel)

يستخدم بيانات Panel يمكن تقدير العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة على شكل ثلاث صيغ.

1- نموذج الإنحدار التجميعي PRM:

هذه الصيغة هي أبسط نماذج Panel حيث يقدر النموذج وكأنه لمؤسسة واحدة (او دولة أو قطاع)، ويهمل تأثير الزمن.

$$Y_{it} = B_0 + \sum B_j X_{jt} + \epsilon_{it}$$

نستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج وذلك بترتيب قيم المتغيرات التابع والمستقلة بدءا من أول مؤسسة.

ويختلف هذا النموذج على النموذجين القادمين في انه يوجد ثابت نفسه في كل مجموعة مقطعية (مؤسسة) وفي هذا النموذج يهمل الاختلاف بين الوحدات المقطعية.

2- نموذج الآثار الثابتة FEM:

يفترض هذا النموذج أن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ثابتة في جميع المؤسسات (لذلك تكون معاملات β_j المتغيرات المستقلة ثابتة في كل مؤسسة).

بينما يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية (مؤسسة) من خلال قيمة الثابت α_i الذي يختلف من مؤسسة إلى أخرى.

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum B_j X_{jt} + \epsilon_{it}$$

يرجع الاختلاف في الحد الثابت بين وحدة مقطعية إلى أخرى إلى اختلاف النمط السلوكي لتأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع داخل كل مقطع (مؤسسة)، ولتقدير (n-1) من اجل تفادي مشكل التعدد الخطي، ثم نستخدم طريقة المربعات الصغرى لذلك نسمي هذا النموذج نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية.

الاختلاف بين هذا النموذج والسابق هو الثابت α_i .

3- نموذج الآثار العشوائية REM

من بين فرضيات النموذج السابق FEM هي أن حد الخطأ

$$\varepsilon_{ij} \sim N(0, \sigma^2)$$



وأن تباين الأخطاء ثابت في جميع المشاهدات المقطعية، ولا يوجد ارتباط ذاتي خلال الزمن في كل مجموعة من المشاهدات المقطعية.

في حالة وجود خلل في أحد هذه الفروض نعتبر نموذج التأثيرات العشوائية أكثر ملائمة لتفسير العلاقة المدروسة، أي الثابت مرتبط

بالحد العشوائي ε_i

$$B_{1i} = B_1 + \mu_i$$

$$Y_i = B_1 + \varepsilon B_j X_{jt} + W_{it}$$

المبحث الثاني: تحليل ومناقشة النتائج (علاقة أثر الرفع المالي والأداء المالي للمؤسسات الدراسة)

في هذا الجانب سنحاول الإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة بقياس العلاقة بين الأداء المالي وأثر الرفع للمؤسسات محل الدراسة التي تمثل عينة من قطاع الاتصالات في ورقلة منذ (2009-2017) وهذا بإستخدام نماذج panel بالإضافة إلى مجموعة من الأساليب الإحصائية والقياسية.

المطلب الأول: قراءة إحصائية وصفية لأثر الرفع المالي والأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة

قبل قياس العلاقة بين أثر الرفع والأداء في المؤسسات نتطرق الى دراسة إحصائية وصفية لمتغيرات الدراسة وإختلافها ما بين المؤسسات.

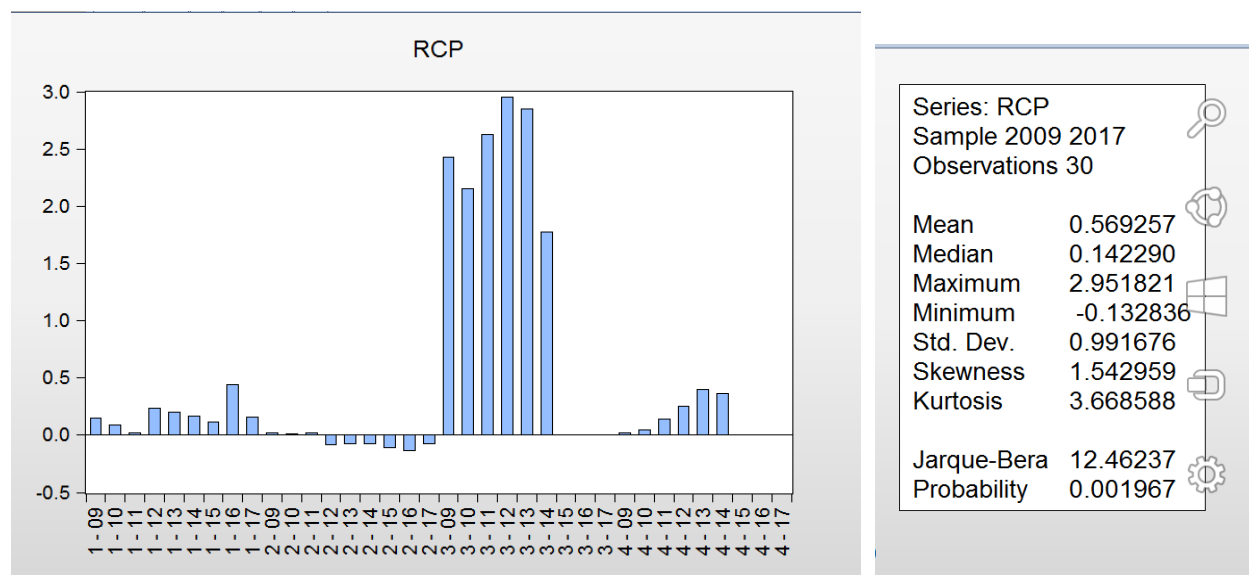
الفرع الأول: المؤشرات الإحصائية الوصفية للرفع المالي والأداء المالي في المؤسسات

فيما يأتي سنحاول الإعتماد على الترتيب التالي كترميز للمؤسسات:

- المؤسسة 1: موبيليس؛
- المؤسسة 2: اتصالات الجزائر؛
- المؤسسة 3: اوراسكوم تيليكوم؛
- المؤسسة 4: الوطنية تيليكوم.

1- قراءة وصفية للأداء المالي

1-1 بالنسبة للمردودية المالية: يمثل الشكل رقم (01-02) تطور المردودية المالية Rcp خلال الفترة (2009-2017) في المؤسسات الأربعة

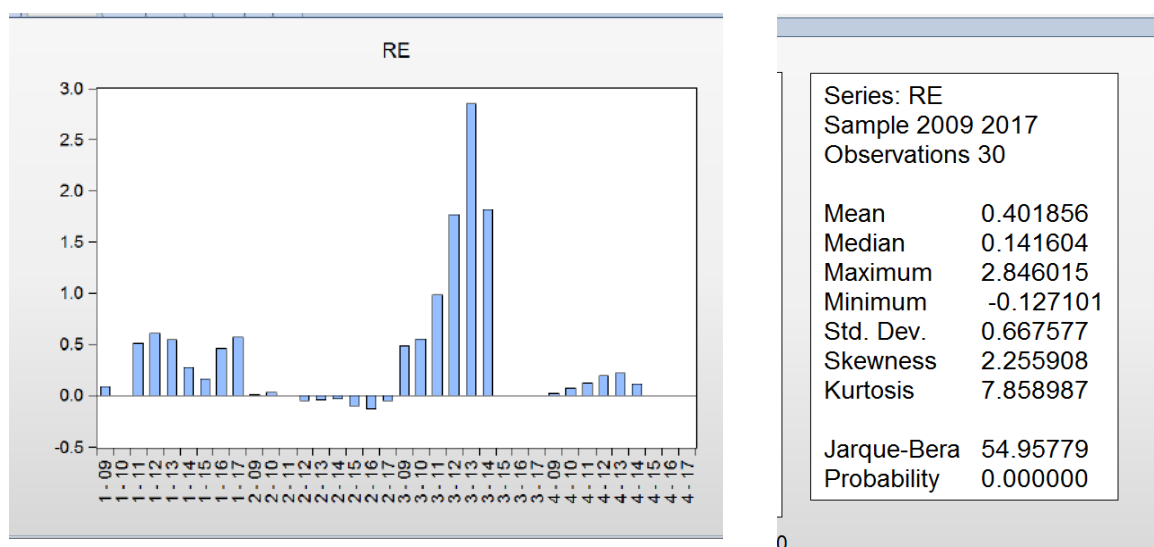


المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Evieus

نلاحظ ان متوسط قيم المردودية المالية للمؤسسات الأربعة في الفترة المدروسة هو 0.569 حيث سجلت أكبر قيمة هي 2.95 لمؤسسة أوراسكوم في سنة 2012 حيث كانت نصف قيم المؤسسات في هذا المؤشر أكبر من 0.142 وسجلنا أقل قيمة فيه -0.132 في مؤسسة إتصالات الجزائر سنة 2016.

ونفسر ذلك ماليا حسب المعادلة الممكنة للمردودية المالية وجدنا $(Rf) \geq 0\%$ وعلية نستطيع أن نقول أن المردودية المالية تتأثر بالرفاعة المالية وهذا يتلائم والعلاقة المذكورة(النظري) آخذين عينة الدراسة ككتلة واحدة إذن فهي تحقق مردودية مالية متوسطة.

2-1- بالنسبة للمردودية الاقتصادية: يمثل الشكل رقم (02-02) تطور المردودية الاقتصادية Re للمؤسسات الأربعة خلال الفترة (2009-2017)



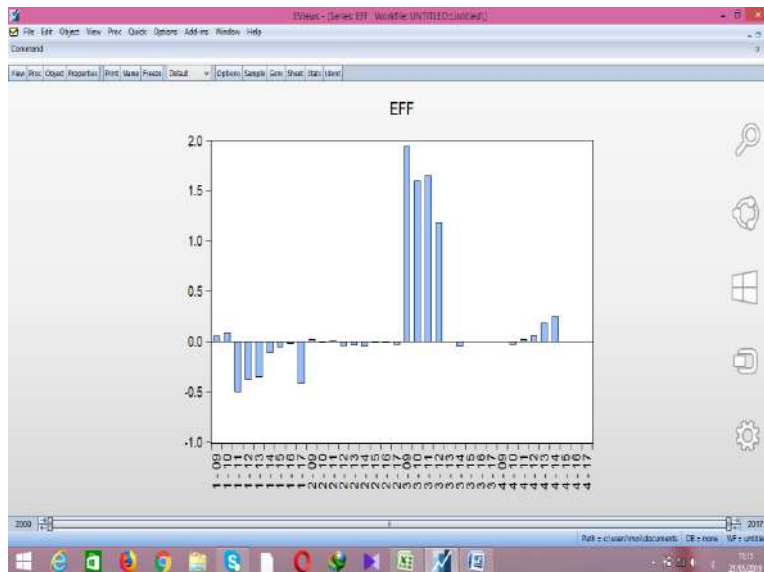
المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Evieus

نلاحظ أن متوسط قيم المردودية الاقتصادية للمؤسسات في الفترة محل الدراسة هو 0.401 حيث سجلت أكبر قيمة هي 2.84 لمؤسسة أوراسكوم سنة (2013) حيث كانت نصف قيم المؤسسات في هذا المؤشر أكبر من 0.141 وسجلنا أقل قيمة في هذا المؤشر ما بين المؤسسات -0.127 في مؤسسة إتصالات الجزائر سنة (2016).

ونفسر ذلك ماليا من خلال متوسط قيم المردودية الاقتصادية أن الأداء الاقتصادي لدورة الاستغلال للمؤسسات محل الدراسة ضعيف.

2-قراءة وصفية لأثر الرفع المالي: الشكل الموالي رقم (02-03) يمثل تطور أثر الرفع Eff خلال الفترة

محل الدراسة



Series: EFF	
Sample	2009 2017
Observations	30
Mean	0.167734
Median	-0.006293
Maximum	1.945221
Minimum	-0.495344
Std. Dev.	0.599774
Skewness	1.939319
Kurtosis	5.662542
Jarque-Bera	27.66621
Probability	0.000001

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Evieus

نرى أن متوسط قيم أثر الرفع المالي للمؤسسات محل الدراسة هو 0.167 حيث سجلت أكبر قيمة هي 1.94 مؤسسة اوراسكوم في سنة (2009) حيث كانت نصف قيم المؤسسات في هذا المؤشر أكبر من -0.006 وسجلنا أقل قيمة في هذا المؤشر بين المؤسسات 0.49- في مؤسسة موبيليس سنة (2011).

ونفسر ماليا أن متوسط قيم أثر الرفع المالي أكبر من الصفر وعليه نستطيع أن نقول أن تأثير الرفع المالي للمؤسسات المدروسة إيجابي ويحقق مردودية مالية (ربحية).

الفرع الثاني: قياس الارتباط بين الأداء وأثر الرفع المالي:

تبين المصفوفة في الجدول رقم (05-02) معاملات الارتباط الخطي ما بين متغيرات الدراسة الثلاثة

-إستخدام كل المشاهدات يقيس معامل الارتباط "r" طبيعة وقوة العلاقة ما بين كل متغيرين متقاطعين في المصفوفة حيث تبين إشارته السالبة أو الموجبة طبيعة العلاقة العكسية أو الطردية على التوالي وقيمة العلاقة.

Covariance Analysis: Ordinary			
Date: 05/21/19 Time: 11:20			
Sample: 2009 2014			
Included observations: 30			
Balanced sample (listwise missing value deletion)			
Probability	Correlation		
	RCP	RE	EFF
RCP	1.000000 -----		
RE	0.807563 0.0000	1.000000 -----	
EFF	0.754241 0.0000	0.221853 0.2387	1.000000 -----

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Evieus

من خلال المصفوفة أعلاه يتبين ما يلي:

* مستوى الدلالة لمعامل الارتباط ما بين أثر الرفع والمردودية المالية تساوي 0.00 اقل من 0.05 ومنه توجد دلالة إحصائية

للعلاقة الخطية طردية ما بين المتغيرين Rcp و Eff بنسبة 75%

وذلك يدل على وجود تأثير جوهري للمردودية المالية على الرفع المالي.

* لا توجد معنوية للعلاقة بين أثر الرفع والمردودية الاقتصادية إذا أخذنا كل المعطيات جملة واحدة (وكأنها مؤسسة واحدة) prop

=0.23.

وبالتالي فالمردودية الاقتصادية ليس لديها تأثير على الرفع المالي وإنما هي تقيس الفعالية في استخدام الأصول الموضوعه تحت تصرف المؤسسة، حيث يعبر عن النتيجة الاقتصادية بنتيجة الاستغلال، وتسمى بالمردودية الاقتصادية الإجمالية لأنها تتحقق قبل عمليات الإهلاك، والعمليات المالية وعمليات التوزيع.

النتيجتين السابقتين من خلال قياس معامل الارتباط لجملة المعطيات بدون أخذ بعين الإعتبار ظروف كل مؤسسة.

نستنتج أن العلاقة بين أثر الرفع المالي والمردودية المالية طردية بحيث كلما زادت المردودية المالية ذلك يؤثر إيجابا على الرفع المالي

للمؤسسات، أما بالنسبة للمردودية الاقتصادية فهي تعبر عن الأداء الاقتصادي لدورة الاستغلال.

المطلب الثاني: قياس علاقة المردودية المالية بأثر الرفع المالي في المؤسسات محل الدراسة (باستخدام

نماذج (PANEL)

تناولنا فيما سبق تفصيل لأهم النماذج المقترحة في تقدير علاقة كل من المردودية المالية والمردودية الاقتصادية كمتغيرات تابعة بدلالة أثر الرفع كمتغير مستقل وسنحاول فيما يلي تقدير هذه النماذج في قياس العلاقتين (النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة، نموذج الآثار العشوائية) وإختيار من بينهما الأحسن في تمثيل علاقة كل من المردودية المالية والمردودية الاقتصادية بدلالة أثر الرفع.

الفرع الأول: قياس علاقة المردودية المالية Rcp بدلالة أثر الرفع Eff

تتمثل مراحل هذه الدراسة في تقدير ثلاث صيغ العروفة لبانل:

- النموذج التجميعي: يقيس العلاقة بإعتبار المعطيات وكأنها مؤسسة واحدة (بإعتبار ان المؤسسات لها نفس الظروف المالية)؛
- نموذج الآثار العشوائية: يقيس العلاقة بحيث يميز سلوك كل المؤسسات الأربعة من خلال قيمة الثابت؛
- نموذج الآثار العشوائية: يقيس العلاقة بإعتبار وجود آثار عشوائية مختلفة مابين المؤسسات فيمايلي نقدر هذه النماذج الثلاثة:

1- تقدير النموذج التجميعي لعلاقة المردودية المالية بأثر الرفع المالي:

الجدول رقم (06-02) يمثل نتائج تقدير النموذج التجميعي للعلاقة Rcp بدلالة Eff

DependentVariable: RCP				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/21/19 Time: 11:41				
Sample: 2009 2017				
Periodsincluded: 9				
Cross-sections included: 4				
Total panel (unbalanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.360081	0.125783	2.862709	0.0079
EFF	1.247073	0.205164	6.078411	0.0000
R-squared	0.568880	Meandependent var		0.569257
Adjusted R-squared	0.553483	S.D. dependent var		0.991676
S.E. of regression	0.662657	Akaike info criterion		2.079222
Sumsquaredresid	12.29520	Schwarz criterion		2.172635
Log likelihood	-29.18833	Hannan-Quinn criter.		2.109106
F-statistic	36.94708	Durbin-Watson stat		0.421040
Prob(F-statistic)	0.000001			

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Evieus

السابق يبين نتائج تقدير النموذج التجميعي ل Rcp بدلالة Eff حيث يعتبر هذا النموذج أن جميع المؤسسات محل الدراسة لها نفس المحيط المالي المتجانس ويقاس علاقة ثابتة ما بين متغيرين وكأن المعطيات لمؤسسة واحدة حيث يمكن استنتاج العلاقة التالية :

$$RCP = 0.360080564658 + 1.24707311494 * EFF$$

- توجد دلالة إحصائية لمعاملات النموذج المقدر عند مستوى دلالة $(Prop\beta_0=0.0079/Prop\beta_1=00.00)\%5$
 - تفسر العلاقة أنه:
 - عند زيادة أثر الرفع ب 1% تزيد مردودية المؤسسات ب 1.24% (علاقة طردية)
 - عند زيادة القيمة الأولية الثابتة ل Rcp عند انعدام Eff هي 0.36%
 - أظهرت هذه العلاقة المقدرة قوة إحصائية مقبولة من حيث الدلالة الإحصائية الجزئية والكلية وجودة التوفيق حيث أن هذه المعادلة تفسر 56% من التغيرات Rcp.
- 2- تقدير نموذج الآثار الثابتة للمردودية المالية بدلالة أثر الرفع

الجدول رقم (07-02) يمثل نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة للعلاقة Rcp بدلالة Eff

DependentVariable: RCP				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/21/19 Time: 11:56				
Sample: 2009 2017				
Periodsincluded: 9				
Cross-sections included: 4				
Total panel (unbalanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.551606	0.043845	12.58078	0.0000
EFF	0.105233	0.106526	0.987857	0.3327
EffectsSpecification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.957841	Meandependent var	0.569257	
Adjusted R-squared	0.951095	S.D. dependent var	0.991676	
S.E. of regression	0.219303	Akaike info criterion	-0.045713	
Sumsquaredresid	1.202345	Schwarz criterion	0.187820	
Log likelihood	5.685699	Hannan-Quinn criter.	0.028996	
F-statistic	141.9978	Durbin-Watson stat	1.683993	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Eviews

يمكن قراءة ما يلي من الجدول السابق: لا يوجد دلالة لمعامل أثر الرفع في تأثيره على المردودية المالية، $\text{Prop}=0.33$ وهذا النموذج يقيس العلاقة بإفتراض وجود إختلاف في الثابت β ما بين المؤسسات.

3- تقدير نموذج الآثار العشوائية للمردودية المالية بدلالة أثر الرفع:

الجدول (08-02) يمثل نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية للعلاقة Rcp بدلالة Eff

DependentVariable: RCP					
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)					
Date: 05/21/19 Time: 11:57					
Sample: 2009 2017					
Periodsincluded: 9					
Cross-sections included: 4					
Total panel (unbalanced) observations: 30					
Swamy and Arora estimator of component variances					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0.627212	0.171628	3.654476	0.0011	
EFF	0.269161	0.101972	2.639559	0.0134	
EffectsSpecification					
			S.D.	Rho	
			Cross-section random	0.330073	0.6938
			Idiosyncraticrandom	0.219303	0.3062
WeightedStatistics					
R-squared	0.112171		Meandependent var	0.147392	
Adjusted R-squared	0.080463		S.D. dependent var	0.328325	
S.E. of regression	0.307766		Sumsquaredresid	2.652164	
F-statistic	3.537608		Durbin-Watson stat	0.776121	
Prob(F-statistic)	0.070430				
UnweightedStatistics					
R-squared	0.207885		Meandependent var	0.569257	
Sumsquaredresid	22.59049		Durbin-Watson stat	0.091118	

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Evieus

تمثل النتائج أعلاه تقدير العلاقة للمردودية بدلالة أثر الرفع المالي بإعتبار أنه يوجد إختلاف في المركبة العشوائية للمعادلة بمعنى إختلاف في المتغيرات المهملة في الدراسة التي تؤثر في المردودية حيث نلاحظ وجود دلالة إحصائية لمعاملات المعادلة المتمثلة في:

$$\text{RCP} = 0.627211636659 + 0.269161116963 * \text{EFF} + [\text{CX}=\text{R}]$$

حيث تبين وجود علاقة طردية ما بين أثر الرفع المالي والمردودية المالية بمعامل 0.269 (لما يزيد أثر الرفع المالي بـ 1% تزيد المردودية المالية بـ 0.269)

4- اختبارات التفضيل ما بين النماذج السابقة:

كما إستعرضنا سابقا يمكن اختيار أحسن النماذج الثلاثة السابقة في تمثيل العلاقة ما بين مردودية المالية وأثر الرفع المالي بواسطة إختبارات التفضيل التالية:

4-1- إختبار تفضيل Breuschpagan (مضاعف لاغرنج)

يستخدم هذا الإختبار لمعرفة ما إذا كان يوجد أثر عشوائي أو ثابت في العلاقة بين المردودية المالية وأثر الرفع المالي وفق الفرضيتين التاليتين:

النموذج التجميعي هو الملائم: H_0

نموذج الآثار الثابتة أو العشوائية هو الملائم: H_1

الجدول رقم (09-02): يمثل نتائج الإختبار

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Nullhypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	9.438575 (0.21)	0.229290 (0.6321)	9.667865 (0.19)
Honda	3.072226 (0.0011)	-0.478842 --	1.833799 (0.0333)
King-Wu	3.072226 (0.0011)	-0.478842 --	2.361191 (0.0091)
Standardized Honda	4.539957 (0.0000)	-0.313499 --	-0.521866 --
Standardized King-Wu	4.539957 (0.0000)	-0.313499 --	0.477040 (0.3167)
Gourierioux, et al.*	--	--	9.438575 (< 0.01)
*Mixed chi-square asymptotic critical values:			
	1%	7.289	
	5%	4.321	
	10%	2.952	

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		28.298524	1	0.0000
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
EFF	0.105233	0.269161	0.000950	0.0000
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: RCP				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/21/19 Time: 13:25				
Sample: 2009 2017				
Periods included: 9				
Cross-sections included: 4				
Total panel (unbalanced) observations: 30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.551606	0.043845	12.58078	0.0000
EFF	0.105233	0.106526	0.987857	0.3327
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.957841	Meandependent var	0.569257	
Adjusted R-squared	0.951095	S.D. dependent var	0.991676	
S.E. of regression	0.219303	Akaike info criterion	-0.045713	
Sumsquaredresid	1.202345	Schwarz criterion	0.187820	
Log likelihood	5.685699	Hannan-Quinn criter.	0.028996	
F-statistic	141.9978	Durbin-Watson stat	1.683993	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Eviews

نلاحظ من خلال إحصائية Breuchpagam $0.21 > 0.05$ ومنه نقبل H_0 أي أن النموذج التجميعي هو الملائم للعلاقة والممثل في العلاقة المذكورة سابقا:

$$RCP = 0.360080564658 + .24707311494 * EFF$$

هذه العلاقة تظهر علاقة خطية طردية بين المردودية المالية والرفع المالي بوجود دلالة إحصائية كما أظهرنا سابقا في الفصل الأول من خلال العلاقة:

$$Rcp = Re + (Re - i) D/cp (1 - is)$$

بحيث تتأثر المردودية المالية للمؤسسات بزيادة بنسبة 1.247% عند زيادة أثر الرفع بـ 1% هذه العلاقة ثابتة في كل المؤسسات وأن هته الأخيرة لها نفس السلوك في هذه العلاقة.

الفرع الثاني: قياس علاقة Re بدلالة Eff

بنفس المراحل السابقة تقدر الثلاث نماذج المعروفة في Panel لقياس علاقة المردودية الاقتصادية

1- تقدير النموذج التجميعي لعلاقة المردودية الاقتصادية بدلالة أثر الرفع:

الجدول رقم (10-02) يمثل نتائج تقدير النموذج التجميعي للعلاقة Re بدلالة Eff

Dependent Variable: RE
Method: Panel Least Squares
Date: 05/21/19 Time: 14:03
Sample: 2009 2017
Periods included: 9
Cross-sections included: 4
Total panel (unbalanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.360437	0.125746	2.866384	0.0078
EFF	0.246933	0.205104	1.203937	0.2387
R-squared	0.049219	Meandependent var		0.401856
Adjusted R-squared	0.015262	S.D. dependent var		0.667577
S.E. of regression	0.662464	Akaike info criterion		2.078638
Sumsquaredresid	12.28802	Schwarz criterion		2.172051
Log likelihood	-29.17957	Hannan-Quinn criter.		2.108522
F-statistic	1.449464	Durbin-Watson stat		0.421172
Prob(F-statistic)	0.238694			

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Evieus

- من خلال الجدول السابق يمكن كتابة العلاقة بين المردودية الاقتصادية بدلالة أثر الرفع على شكل تجميعي كما يلي:

$$\bullet RE = 0.360437452755 + 0.24693275081 * EFF$$

- لا توجد دلالة لمعامل أثر الرفع المالي في تأثيره على المردودية الاقتصادية بواسطة هاته الصيغة.

2- تقدير نموذج الآثار الثابتة للمردودية الاقتصادية بدلالة أثر الرفع

الجدول رقم (11-02) يمثل نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة للعلاقة Re بدلالة Eff

Dependent Variable: RE
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/21/19 Time: 14:07
 Sample: 2009 2017
 Periods included: 9
 Cross-sections included: 4
 Total panel (unbalanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.551926	0.043874	12.57991	0.0000
EFF	-0.894685	0.106596	-8.393268	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.906848	Meandependent var	0.401856
Adjusted R-squared	0.891944	S.D. dependent var	0.667577
S.E. of regression	0.219445	Akaike info criterion	-0.044417
Sumsquaredresid	1.203905	Schwarz criterion	0.189116
Log likelihood	5.666252	Hannan-Quinn criter.	0.030292
F-statistic	60.84485	Durbin-Watson stat	1.681959
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Evieus

- من خلال الجدول أعلاه يبين الدلالة الإحصائية الجيدة لتقدير هته الصيغة من حيث:
 - المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة $(\text{Prop}\beta_0 = 0.00 / \text{Prop}\beta_1 = 0.00) \leq 0.05$
 - المعنوية الكلية $\text{Prop}(F\text{-Statistic}) = 0.00 \geq 0.05$
 - جودة التوفيق: $R^2 = 0.90$
- حيث نكتب المعادلة كما يلي:

$$RE = 0.55192551279 - 0.8946850518 * EFF + [CX=F]$$

3- تقدير نموذج الآثار العشوائية للمردودية الاقتصادية بدلالة أثر الرفاع

الجدول رقم (12-02) يمثل نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية للعلاقة **Re** بدلالة **Eff**

Dependent Variable: RE
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/21/19 Time: 14:08
 Sample: 2009 2017
 Periods included: 9
 Cross-sections included: 4
 Total panel (unbalanced) observations: 30
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	0.627312	0.171390	3.660149	0.0010	
EFF	-0.730169	0.102020	-7.157081	0.0000	
Effects Specification					
			S.D.	Rho	
			Cross-section random	0.329561	0.6928
			Idiosyncratic random	0.219445	0.3072
Weighted Statistics					
R-squared	0.481294		Meandependent var	0.101045	
Adjusted R-squared	0.462769		S.D. dependent var	0.422260	
S.E. of regression	0.308133		Sumsquaredresid	2.658484	
F-statistic	25.98052		Durbin-Watson stat	0.774467	
Prob(F-statistic)	0.000021				
Unweighted Statistics					
R-squared	-0.746039		Meandependent var	0.401856	
Sumsquaredresid	22.56604		Durbin-Watson stat	0.091239	

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Evieus

- النتائج أعلاه تبين تقدير لصيغة الآثار العشوائية لعلاقة المردودية الاقتصادية بدلالة أثر الرفع.
- توجد معنوية إحصائية مقبولة جدا أو كلية للمعالم وجودة توفيق بنسبة 48% للمعادلة المكتوبة من الشكل:

$$RE = 0.627311828978 - 0.7301687686 * EFF + [CX=R]$$

4- إختيار النموذج الملائم للعلاقة :

لدينا فيما يلي نتائج إختباري التفضيل:

4-1- إختيار مضاعف لاغرنج الجدول رقم (13-02)

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Nullhypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	9.412926 (0.0022)	0.233795 (0.6287)	9.646721 (0.0019)
Honda	3.068049 (0.0011)	-0.483523 --	1.827536 (0.0338)
King-Wu	3.068049 (0.0011)	-0.483523 --	2.355177 (0.0093)
Standardized Honda	4.534675 (0.0000)	-0.318396 --	-0.529618 --
Standardized King-Wu	4.534675 (0.0000)	-0.318396 --	0.469280 (0.3194)
Gourierieux, et al.*	--	--	9.412926 (< 0.01)
*Mixed chi-square asymptotic critical values:			
	1%	7.289	
	5%	4.321	
	10%	2.952	

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Evieus

من خلال القيمة الإحتمالية للإختبار تساوي $0.05 > 0.0022$ ومنه نقبل H1 أي أنه توجد آثار ثابتة أو عشوائية في العلاقة المدروسة.

2-4- إختبار Hausman : الجدول رقم (14-02)

يختبر هنا فيما إن كان النموذج الملائم للعلاقة للآثار العشوائية أو الثابتة وفق الفرضيتين:

Ho نموذج الآثار العشوائية الملائم:

H1 نموذج الآثار الثابتة الملائم:

لدينا من إحصائية النموذج $0.05 > Prop = 0.00$

ومنه نقبل H1 أي أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم لعلاقة المردودية الاقتصادية بأثر الرفع.

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	28.357668	1	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
EFF	-0.894685	-0.730169	0.000954	0.0000

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: RE

Method: Panel Least Squares

Date: 05/21/19 Time: 14:24

Sample: 2009 2017

Periods included: 9

Cross-sections included: 4

Total panel (unbalanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.551926	0.043874	12.57991	0.0000
EFF	-0.894685	0.106596	-8.393268	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.906848	Meandependent var	0.401856
Adjusted R-squared	0.891944	S.D. dependent var	0.667577
S.E. of regression	0.219445	Akaike info criterion	-0.044417
Sumsquaredresid	1.203905	Schwarz criterion	0.189116
Log likelihood	5.666252	Hannan-Quinn criter.	0.030292
F-statistic	60.84485	Durbin-Watson stat	1.681959
Prob(F-statistic)	0.000000		

ومنه يمكن أن نستخلص النتائج التالية:

- علاقة المردودية الاقتصادية بدلالة أثر الرفع معرفة بصيغة الآثار الثابتة وفق المعادلة التالية:

$$RE = 0.627311828978 - 0.7301687686 * EFF + [CX=R]$$

يبين هذا النموذج مايلي:

- أنه توجد علاقة عكسية ما بين المردودية الاقتصادية وأثر الرفع متمثلة بإنخفاض Re بنسبة 0.73% عند زيادة EFF بـ 1%

وهذا المعامل ثابت في كل المؤسسات إلا أنه تختلف القيمة الأولية للمردودية الاقتصادية من مؤسسة لأخرى والمتمثلة في الثابت

β الذي يمثل تقدير Re عند إنعدام Eff وفق الجدول التالي

الجدول رقم (02-15) تقدير Re عند إنعدام Eff

	CROSSID	Effect
1	1	-0.358627
2	2	-0.603842
3	3	1.801522
4	4	-0.357819

هذا النموذج يوضح إختلاف في علاقة المردودية من مؤسسة الى أخرى فيما يخص الثابت β

وهذا راجع إلى إختلاف المحيط المالي بين المؤسسات.

خلاصة الفصل:

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

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

- وجود دلالة إحصائية للعلاقة الخطية طردية ما بين المتغيرين R_{cp} و Eff بنسبة 75%
- لا توجد معنوية للعلاقة بين أثر الرفع والمردودية الاقتصادية إذا أخذنا كل المعطيات جملة واحدة (وكأنها مؤسسة واحدة) $prop=0.23$.

الخاتمة

الخاتمة:

نسعى من خلال تناول هذا البحث إلى معالجة موضوع أثر الرفع المالي على الأداء المالي في مؤسسات الاتصالات بمنطقة ورقلة، وبحكم أن للمردودية عدة إستخدامات من كونها أداة لقياس الفعالية الاقتصادية للنشاط إلى معيار لإتخاذ بعض القرارات الهامة، إلى وسيلة في يد متخذ القرار المالي في قياس أثر الاستدانة على الربحية.

فحاولنا مناقشته للإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة التي بين أيدينا، في تأثير الرفع المالي للمؤسسات الخدمية (الاتصالات) بالأداء المالي خلال الفترة (2009-2017)؟ وذلك من خلال فصلين، الأول نظري تم التطرق فيه إلى الرفع المالي والمردودية المالية والاقتصادية والعلاقة بينهما، والثاني تطبيقي نقيس فيه أثر الرافعة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر (دراسة قياسية لعينة من مؤسسات قطاع الاتصالات في الجزائر).

وعليه ركزت دراستنا على الرفع المالي (الاستدانة) والذي يمثل أهم مصادر للتمويل الخارجي للمؤسسة في حال عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية لإستمرارية نشاط المؤسسة.

ومن خلاله تمت الإجابة على الإشكالية الرئيسية وتبيان أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات الخدمية حيث تم اختبار التوافق بين المتغيرات.

نتائج الدراسة:

من خلال نمذجة العلاقة بين الرفع المالي ومؤشرات الأداء المالي باستخدام نماذج Panel ، حسب معطيات أربع مؤسسات في قطاع الاتصالات في الجزائر في الفترة 2009 إلى غاية 2017 تبين مايلي:

- لتقييم تطور الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة في الفترة 2009-2017 تبين أن هناك تباين في المردودية المالية والاقتصادية بين المؤسسات تميزت فيها مؤسسة أوراسكوم بنسبة مرتفعة مقارنة بالمؤسسات الثلاثة الأخرى وصلت الى 2.95%، 2.86% على التوالي.

هناك إختلاف ملاحظ في نسب أثر الرفع المالي بين المؤسسات راجع للإختلاف في نسب الأداء المالي حيث معدل متوسط نسب أثر الرفع في كل المؤسسات خلال الفترة هو $0.167 < 0$.

وهو ما يوافق إلى حد ما الفرضية رقم 1.

- هناك تأثير طردي للمردودية المالية Rcp على أثر الرفع المالي Eff حيث تم إختيار الصيغة التجميعية كنموذج قياس مناسب للعلاقة مما يظهر تشابه مؤسسات محل الدراسة في العلاقة مقدرة بزيادة مردودية المؤسسات ب 1.24% عند زيادة أثر الرفع ب 1%.

حيث أظهرت هذه الصيغة قوة إحصائية مقبولة جدا

وهذه النتائج توافق الفرضية رقم 2 الموضوع في المقدمة.

- من خلال نمذجة أثر الرفع المالي على المردودية الاقتصادية كانت صيغة الآثار الثابتة كنموذج الأحسن ملائمة لحالة المؤسسات الأربعة المعنية بالدراسة حيث تبين إمكانية وجود علاقة عكسية بين المتغيرين.

إلا أن هذا الأثر يختلف من مؤسسة إلى أخرى لإختلاف المحيط المالي بينهما، وهذا ما يخالف الفرضية رقم 3 في المقدمة.

- في العلاقة بين المردودية المالية وأثر الرفع المالي تبين أن الصيغة التجميعية هي الأكثر ملائمة في قياس العلاقة، وهذا يظهر عدم إختلاف المؤسسات في طبيعة العلاقة وكأنها مؤسسة واحدة.

أما فيما يخص علاقة المردودية الاقتصادية بأثر الرفع المالي تظهر صيغة الآثار الثابتة كنموذج ملائم باختلاف المؤسسات في العلاقة بين المتغيرين وهذا ما يوافق الفرضية الرابعة في جانب المردودية المالية وبخالفها في حالة المردودية الاقتصادية.

- نظريا المردودية المالية تتأثر بالرفع المالي بشكل موجب بزيادة اللجوء إلى الاستدانة (الرفع المالي)، ولكن هذا لا ينفي تعرضها إلى المخاطر المالية خاصة إذا كانت المردودية الاقتصادية أقل من معدلات الفائدة المقررة؛
- زيادة اللجوء إلى الاستدانة في الشركات الخدمية في الجزائر ذو تأثير إيجابي على معدلات المردودية، أي أنه كلما زاد حجم الديون كلما تناقصت المردودية، وهذا يعني أن هناك رافعة مالية موجبة وهو راجع إلى حسن تسيير الإدارة المالية بالشركات الخدمية.

توصيات الدراسة :

وفقا للنتائج، هناك بعض التوصيات التي نراها مهمة في المستقبل فيما يخص أثر الرفع المالي على الأداء المالي على النحو التالي:

- بناء قاعدة عمل تتميز بالمرونة في التعامل مع الظروف المحيطة لبيئة إتصالات الجزائر من جهة ومحاكاة الأساليب التكنولوجية الحديثة الأداء المالي من جهة أخرى، وذلك للإرتقاء بالخدمات المقدمة إلى أعلى مستويات الجودة؛
- من أجل تحقيق معدلات مردودية أحسن تقترب أو تفوق المعدلات المرجعية (المعيارية) يجب على المؤسسات الخدمية تحقيق نتائج تلائم الوسائل المسخرة لها، فلتحقيق معدل مردودية مالية مقبول يجب تحقيق نتيجة صافية تساوي على الأقل ربع الأموال الخاصة بالمؤسسة؛
- التعمق أكثر وتحليل نسب المردودية بغرض كشف العوامل التي تؤثر فيها بالإيجاب أو السلب؛


يمكن للمؤسسات أن تحسن مردوديتها المالية بالاستدانة، شريطة أن يكون معدل تكلفة القروض أقل من المردودية الاقتصادية (أثر الرافعة)؛

- إجراء المزيد من الدراسات لتشخيص الأسباب الحقيقية والحالات التي تجعل الرفع المالي يلعب دورا سلبيا على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.

أفاق الدراسة :

أن تناولنا لهذا الموضوع يقدم لنا إشكاليات أخرى يمكن التطرق إليها لاحقا:

- دراسة مقارنة لعلاقة أثر الرفع على الأداء بين قطاعين عام وخاص.
- دراسة تقييمية وتحليلية لنسب أثر الرفع المالي في قطاع معين.
- دراسة تنبؤية و إستشرافية لأثر الرفع المالي والأداء المالي للمؤسسات قطاع معين في الجزائر.



قائمة المصادر
والمراجع

قائمة المصادر والمراجع:

مراجع باللغة العربية:

1. أحلام لحول، تقييم سياسة الإستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة 2011 ص 43
2. إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الأردن، دار وائل للنشر، 2006 ص 70
3. إيمان بن عزوز، دور مؤشرات الرفع في تقييم الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماستر في العلوم المالية و المحاسبة، مالية مؤسسة، جامعة ورقلة 2009، 2010 ص 64، 65
4. بجلول فاطمة " تقييم الأداء المالي في البنوك التجارية باستخدام نموذج camel، مذكرة ماستر 2017 – 2018 ص 14
5. توفيق محمد عبد المحسن، تقييم الأداء (مداخل جديدة،،، لعالم جديد) دار الفكر، دار النهضة العربية للتوزيع، الزقازيق مصر 2002 ص 5
6. د،علي حنفي، المدخل إلى الإدارة المالية الحديثة، التحليل المالي و إقتصاديات الإستثمار و التمويل، دار الكتاب الحديث 2008، ص 89
7. دراسات – مجلة دولية محكمة – العدد الإقتصادي – العدد 28 جانفي 2017 – جامعة الأغواط
8. رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماستر منشورة، جامعة قاصدي مرباح 2010، 2011 ص 11
9. سارة سعيدة عزي، محاولة دراسة أثر الرافعة المالية للمنظور المالي، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة 2011 ص 36
10. الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة 2009، 2010 ص 17
11. عبد الغاني دادان، قراءة في الأداء المالي و القيمة في المؤسسات الإقتصادية، مجلة الباحث العدد 04، جامعة قاصدي مرباح 2006 ص 41
12. عجيلة حنان، فعالية نظام المعلومات المحاسبية في الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية، مذكرة ماستر منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2013 ص 70
13. عزيزة حملاوي، أثر التكاليف البيئية على الأداء المالي، مذكرة ماستر منشورة، جامعة قاصدي مرباح 2010، 2011، ص 63
14. مريم عبا، تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات الرفع المالي للمؤسسة الإقتصادية، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة 2012 ص 43

15. Christian Zambotto, Cotinne Zambotto gestion financière 8^{ème} édition, dunod, paris : 2009 p 129
16. Christophe Thibierge, philipe Thomas. L'effet de levier une lecture opérationnelle à destination des décideurs financiers d'entreprise cahier de recherche ESCP 97 – 135 pages
17. FLORENCE DE LA HAYE, FINANCE D'ENTREPRISE MANUAL ET APPLIION, 2EME EDITION, DUNOD, PRISE 2009, P 148
18. George depallens, jean pierre jobard gestiofinancière de l'entreprise, 10^{ème} édition siren, paris 1990 p 243
19. Pierrvernimen, pinance d'entreprise 9^{ème} édition dolloz, paris, 2011, p 296
20. PIERRE PAUCGER, MESUR DE PERFORMANCE FINAL CIER DE L'ENTREPRISE, OPU, PARIS, 1993 PAGE 31
21. SALVADOR BALLADA, GESTION FNANCIERE, EDDITION AGEN DE France 1997, P35

الفهرس

	<u>الاهداء</u>
	<u>شكر وعرفان</u>
V	<u>ملخص الدراسة</u>
VI	<u>فهرس المحتويات</u>
VII	<u>قائمة الأشكال البيانية</u>
VIII	<u>قائمة الجداول</u>
IX	<u>قائمة الرموز والإختصارات</u>
i	<u>مقدمة</u>
4	<u>الفصل الأول</u>
4	<u>الرافعة المالية وأثرها على أداء المؤسسات</u>
5	<u>تمهيد:</u>
6	<u>المبحث الأول: الإطار النظري والمفاهيمي</u>
6	<u>المطلب الأول: الأداء المالي ومحدداته</u>
7	<u>الفرع الأول: مفهوم الأداء</u>
7	<u>الفرع الثاني: مفهوم تقييم الأداء المالي</u>
7	<u>الفرع الثالث: أهمية تقييم الأداء المالي</u>
8	<u>الفرع الرابع: تقييم الأداء المالي عن طريق مؤشرات المردودية</u>
14	<u>المطلب الثاني: الإطار المفاهيم يرفع المالي</u>
14	<u>الفرع الأول: مفهوم الرفع في الإدارة المالية</u>
15	<u>الفرع الثاني: الصياغة الرياضية لأثر الرافعة المالية وكيفية حسابها:</u>
17	<u>الفرع الثالث: حساب أثر الرافعة المالية</u>
18	<u>المطلب الثالث: علاقة أثر الرافعة بالمردودية:</u>
18	<u>الفرع الأول: تحليل الرافعة المالية:</u>

19	..... الفرع الثاني: تأثير الرافعة المالية على ربحية المؤسسة
20	..... الفرع الثالث: بعض الإنتقادات الموجهة لأثر الرافعة المالية:
21	..... المبحث الثاني: عرض الدراسات السابقة
21	..... المطلب الأول: دراسات باللغة العربية
23	..... المطلب الثاني: دراسات باللغة الأجنبية
24	..... المطلب الثالث: تعقيب على الدراسات
25	..... خلاصة الفصل:
26	..... الفصل الثاني:
26	..... أثر الرافعة على الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية في الجزائر
26	..... ( دراسة قياسية لعينة من مؤسسات قطاع الإتصالات في ورقلة)
27	..... تمهيد:
28	..... المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في قياس أثر الرافعة على الأداء المالي للعينة محل الدراسة
28	..... المطلب الأول: مجتمع الدراسة، عينة الدراسة، متغيرات الدراسة.
31	..... المطلب الثاني: أدوات الدراسة
32	..... الفرع الأول: النماذج الأساسية (تحليل بيانات Panel)
34	..... المبحث الثاني: تحليل ومناقشة النتائج (علاقة أثر الرفع المالي والأداء المالي للمؤسسات الدراسة)
34	..... المطلب الأول: قراءة إحصائية وصفية لأثر الرفع المالي والأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة
34	..... الفرع الأول: المؤشرات الإحصائية الوصفية للرفع المالي والأداء المالي في المؤسسات
37	..... الفرع الثاني: قياس الارتباط بين الأداء و أثر الرفع المالي:
38	..... الفرع الأول: قياس علاقة المردودية المالية R_{cp} بدلالة أثر الرفع Eff
43	..... الفرع الثاني: قياس علاقة Re بدلالة Eff
49	..... خلاصة الفصل:
	..... الخاتمة: Erreur ! Signet non défini.
54	..... قائمة المصادر والمراجع: