

أثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسة الاقتصادية:

دراسة تطبيقية لمجمع صيدال 2010-2024

The impact of financial leverage on the profitability of economic enterprises:
an applied study of the SAIDAL GROUP (2010-2024)

إدريسي فتحي^{1*}، قسول نورالدين²

¹ جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف - الجزائر، مخبر الأنظمة المالية والمصرفية والسياسات الاقتصادية الكلية في ظل التحولات العالمية.

f.idrici87@univ-chlef.dz

² جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف - الجزائر، مخبر الأنظمة المالية والمصرفية والسياسات الاقتصادية الكلية في ظل التحولات العالمية.

n.kasoul78@univ-chlef.dz

تاريخ القبول: 2026/05/02

تاريخ الاستلام: 2026/02/09

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم أثر الرافعة المالية على مردودية مجمع صيدال خلال الفترة الزمنية 2010-2024، وذلك بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع، وقد تم استخدام المنهج الوصفي والبرامج الإحصائية المتمثلة في Eviews 12 و EXCEL لمعرفة العلاقة بين المتغيرين.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن العلاقة بين الرافعة المالية ومردودية مجمع صيدال أنها علاقة عكسية، والمردودية التجارية الأكثر تأثرا بالرافعة المالية، كما على صيدال التقليل من اللجوء إلى الاستدانة مع العمل على زيادة المردودية الاقتصادية بتسريع دوران الأصول.

كلمات مفتاحية: الرافعة المالية، المردودية، مجمع صيدال.

تصنيف JEL: C51; L25; G32

Abstract :

This study aims to evaluate the impact of financial leverage on the profitability of the SAIDAL GROUP during the period 2010-2024, relying on the group's financial statements a descriptive analytical approach was adopted, utilizing statistical software such as Eviews 12 and Excel to examine the relationship between the two variables.

The study concluded that there is an inverse relationship between financial leverage and SAIDAL GROUP'S profitability, with commercial profitability being the most affected by leverage, furthermore, the study recommends that SAIDAL should reduce its reliance on debt while striving to increase economic profitability by accelerating asset turnover.

Keywords : Financial Leverage, Profitability, SAIDAL GROUP.

Jel Classification Codes : C51; L25; G32.

1. مقدمة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية خلية انتاج وركيزة أساسية في الاقتصاد الوطني للدول، كما يعد الهدف الأساسي للإدارة المالية للمؤسسة هو تحقيق البقاء والاستمرارية والنمو، مع تعظيم قيمة الشركة وقيمة أسهمها في السوق، كما تواجه الشركة عدة قرارات الاستراتيجية المالية من أجل تحديد قيمتها بما يناسب الأهداف المرسومة، ومن بين هذه القرارات نجد أثر الرافعة المالية.

ويعتبر تحقيق نسب عالية من المردودية في المؤسسة الاقتصادية من الأهداف التي تسعى لتحقيقها، فالمردودية بأنواعها هي أداة تقيس صحة وكفاءة أي نشاط اقتصادي ومحرك أساسي لقرار الاستثمار، فهي القدرة على توليد الأرباح بالمقارنة مع الإمكانيات المتاحة للمؤسسة، ولتقييم مردودية مجمع صيدال وربطها بالرافعة المالية تم الاعتماد على مؤشرات الأداء المالي للمجمع.

إشكالية الدراسة: مما سبق تبرز إشكالية الدراسة كما يلي:

ما هو أثر الرافعة المالية على مردودية مجمع صيدال للفترة 2010-2024؟

الأسئلة الفرعية: يمكن توضيح الإشكالية من خلال الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالرافعة المالية؟

- هل اعتماد مجمع صيدال على الاستدانة يؤثر عليها بشكل سلبي؟

- ما طبيعة العلاقة بين الرافعة المالية والمردودية (سواء التجارية، المالية، والاقتصادية) في مجمع صيدال؟

الفرضيات: للإجابة على الإشكالية والأسئلة الفرعية، قمنا بصياغة الفرضيات الموالية:

- الرافعة المالية تقيس مدى اعتماد المؤسسة على الدين في هيكلها التمويلي;

- اعتماد مجمع صيدال على الاستدانة بشكل كبير وإهمال الاعتماد على الأموال الخاصة يعرضها للمخاطر المالية;

- هناك علاقة عكسية بين الرافعة المالية والمردودية في مجمع صيدال، فكلما كانت الاستدانة مرتفعة تنخفض المردودية.

أهداف الدراسة: تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- معرفة الإطار النظري للرافعة المالية والمردودية بأنواعها;

- تحليل تطور المردودية والرافعة المالية لمجمع صيدال;

- قياس أثر الرافعة المالية على المردودية مع تحليل نتائجها في مجمع صيدال للفترة 2010-2024.

منهج الدراسة: من أجل الإحاطة بجميع جوانب الموضوع تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي من خلال وصف الرافعة المالية والمردودية، مع تقديم المؤسسة محل الدراسة، وتم الاعتماد على مختلف النماذج والأدوات والبرامج الإحصائية: EXCEL، Eviews 12.

2. مفاهيم حول الرافعة المالية والمردودية

سنحاول في هذا الجزء التطرق إلى بعض المفاهيم حول الرافعة المالية والمردودية وأشكالها.

1.2 الرافعة المالية IFL

الرافعة المالية هي قيام المؤسسة باستخدام الديون في هيكلها المالي، وذلك بهدف تعظيم العوائد والأرباح على حقوق المساهمين لدى المؤسسة، فالرفع المالي هو استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة، ويمكن أن تكون أموال الغير كالأسهم الممتازة والقروض، مع التزام المؤسسة بدفعها. (شيحة ، 2010، صفحة 197)

يوجد عدة مصادر تمويل نشاط المؤسسة، نذكر منها:

-**القروض طويلة الأجل:** من أجل تمويل الاستثمارات طويلة الأجل تلجأ المؤسسة إلى البنوك، فهي تحتاج إلى مبالغ كبيرة ومدة استثمار طويلة، وهذا النوع في يكون أكثر من 7 سنوات إلى غاية 20 سنة. (لطرش، 2001، صفحة 75)

-**القروض القصيرة الأجل:** هي مجموعة الأموال المتحصل عليها المؤسسة من الغير، وفترة استحقاقها لا تزيد عن سنة واحدة، ويستخدم هذا النوع من القروض عادة في تمويل دورة الاستغلال أو في شكل ائتمان. (لكحل و فرقاني ، 2024، الصفحات 25-46)

2.2 مفاهيم حول المردودية

المردودية هي مؤشر يقيس نجاح المؤسسة في استثمار مواردها المتاحة لتحقيق أفضل النتائج الممكنة، فهي تربط بوضوح بين المخرجات والوسائل المتاحة، فهي تقيس نسبة النتيجة المستهدفة إلى الوسيلة المخصصة لتحقيقها: (مجلخ و بشيشي ، 2017، الصفحات 01-27)

المردودية = النتائج / الوسائل المتاحة

وتهدف المردودية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التالية: (قدراوي ، 2024، صفحة 73)
-العمل على تحسين استغلال الموارد المتاحة وتوجيهها نحو الاستخدامات الأمثل، بهدف تعظيم العوائد مع مراعاة تكلفة الفرصة البديلة لضمان عدم ضياع فرص ربحية أفضل

-تأمين استمرارية العمليات التشغيلية وتطوير الهياكل المؤسسية عبر التنمية المستدامة للموارد الذاتية والمكتسبة;

-الحفاظ على الملاءة المالية للمؤسسة وضمان التوازن بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لتجنب خطر السيولة;

-توجيه التدفقات المالية نحو القنوات الأكثر ربحية، مع الالتزام بتلبية المتطلبات الأساسية للقوى البشرية (المنتجة) لضمان ولائها ورفع إنتاجيتها;

-قياس وتحليل القدرة الداخلية للمؤسسة على توليد الفوائض المالية اللازمة لتغطية التوسعات والاحتياجات الاستثمارية المستقبلية.

هناك ثلاث أنواع من المردودية في المؤسسة الاقتصادية هي: المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، المردودية التجارية.

-**المردودية الاقتصادية RE**: تركز بشكل أساسي على النشاط الرئيسي للمؤسسة، حيث تعمل على قياس مدى نجاعة الأصول في توليد الفوائض المالية مع استبعاد أي نشاطات ثانوية أو استثنائية ويتم حساب المردودية الاقتصادية كما يلي:

المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية

الأصول الاقتصادية = الأصول الثابتة + احتياج رأس المال العامل

إذن المردودية الاقتصادية تقيس مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول اقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال. (بن ساسي و قريشي ، 2006، صفحة 267)

-**المردودية المالية RF**: لديها تسمية أخرى مردودية الأموال الخاصة، وتعرف بأنها العلاقة بين النتيجة المحققة من قبل المؤسسة والأموال الخاصة، إذن تقيس العوائد المالية المحققة من استثمارات أموال ملاك المؤسسة، وتهتم المردودية المالية بمجموع أنشطة المؤسسة وتتكون من جميع العناصر والتدفقات المالية، فهي تحدد مدى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق النتائج الصافية للمؤسسة.

فالنتيجة الصافية تأخذ من جدول حسابات النتائج، أما الأموال الخاصة فتأخذ من الميزانية، وتحسب كما يلي: (بكري و دغوم ، 2017، الصفحات 101-114)

المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

-**المردودية التجارية RC**: تهتم بقيم الأداء التجاري والبيعي للمؤسسة، تعتبر كمعيار هام لتقييم الأداء في المؤسسات ذات الطابع التجاري، فهي المردودية التي تحققها المؤسسة من خلال إجمالي

مبيعاتها، وتبين نتيجة الربح المحقق من كل وحدة واحدة من المبيعات الصافية، وتحسب بالعلاقة التالية: (بشيشي ، مجلخ ، و بم يونس، 2021، الصفحات 741-759)

$$\text{المردودية التجارية} = \text{النتيجة الصافية} / \text{رقم الأعمال}$$

3.2 أثر الرافعة المالية

تعتبر أثر الرافعة المالية عن العلاقة الارتباطية بين المردودية المالية وهيكل رأس المال، حيث تشير إلى قدرة المؤسسة على تعظيم مردودية أموالها الخاصة عبر إدراج الديون الخارجية في تمويل استثماراتها، مع مراعاة مستوى المردودية الاقتصادية التي تم تحقيقها من طرف المؤسسة.

صيغة الرافعة المالية تكون كما يلي: (داداي عدون و مامش ، 2008، صفحة 27)

$$[(RE-i) d/cp \times (1-T)]$$

I: معدل الفائدة على القروض.

D: الديون.

Cp: الأموال الخاصة.

T: معدل الضريبة على الأرباح.

هذه المعادلة تمثل المردودية الاقتصادية مساوية المردودية المالية بعد اقتطاع الضريبة زائد الرافعة المالية، وبالتالي الرافعة المالية:

$$(RE-i) \times (1-T)$$

d/cp: يمثل معامل المديونية.

يبين أثر الرافعة المالية تطور المردودية المالية وفقا لمستوى الاستدانة، والمردودية الاقتصادية مع تكلفة القروض، فإذا كانت نسبة المردودية الاقتصادية موجبة، يمكن معرفة 3 حالات لأثر الرافعة المالية: (بن ساسي و قريشي ، 2006، صفحة 274)

-الأثر السلبي للرافعة المالية: في هذه الحالة يكون $(RE-i) < 0$ ، يعني أن نسبة المردودية الاقتصادية تكون أكبر من معدل الفائدة، فكلما زادت نسبة الاستدانة اخفضت نسبة المردودية المالية.

-الأثر الإيجابي للرافعة المالية: في هذه الحالة يكون $(RE-i) > 0$ ، يعني أن نسبة المردودية أعلى من معدل الفائدة، فكلما ارتفعت نسبة الاستدانة ترتفع نسبة المردودية المالية.

-الأثر الحيادي للرافعة المالية: في هذه الحالة يكون $(RE-i) > 0$ ، يعني أن نسبة المردودية مساوية لمعدل الفائدة، وبالتالي نسبة المردودية الاقتصادية تساوي نسبة المردودية المالية مهما يكون مستوى الاستدانة.

3. المؤسسة محل الدراسة "صيدال"

تم اختيار مجمع صيدال كمؤسسة محل الدراسة، والمتغير المستقل هو الرافعة المالية IFL، في حين المتغير التابع هو المردودية، والمردودية بثلاثة أنواعها: المردودية الاقتصادية RE، المردودية المالية RF، المردودية التجارية RC.

ولتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة تم الاعتماد على سلسلة زمنية سنوية تمتد من سنة 2010 إلى غاية سنة 2024 وذلك بغرض استخدام تقنية نموذج var، وقد تم الاعتماد على برمجية Eveiws12، وتم الاعتماد كذلك على برنامج EXCEL.

أما مصادر جمع بيانات متغيرات الدراسة فقد تم الاعتماد على السلاسل الزمنية السنوية المستمدة من القوائم المالية (الميزانية وجدول حسابات النتائج) لمجمع صيدال، مع العمل على حساب هذه معدلات لمتغيرات الدراسة وفق المعادلات المذكورة في الجانب النظري، القوائم المالية لمجمع صيدال تم الحصول عليها من الموقع الرسمي للجنة تنظيم البورصة في الجزائر في خانة المعلومات المالية. (لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، 2026)

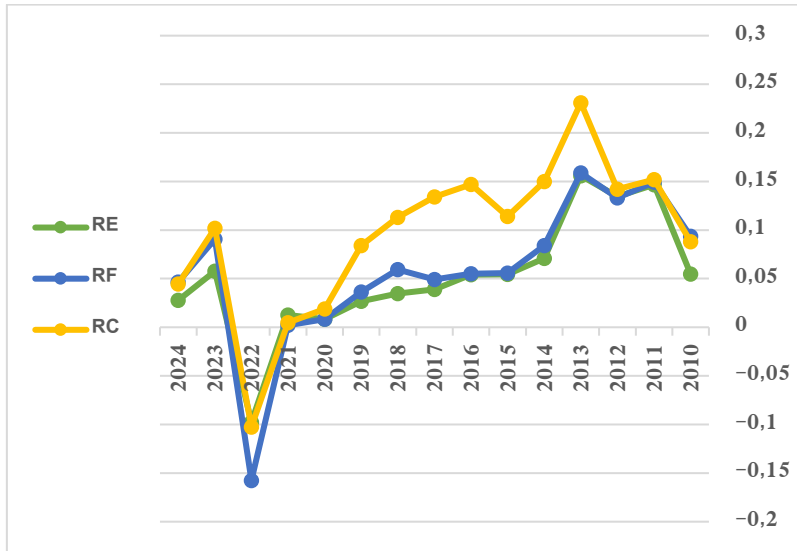
1.3 تقديم مجمع صيدال

صيدال هي شركة مساهمة يبلغ رأس مالها 2.5 مليار دج، أنشأت سنة 1982 وهي أول مخبر صيدلاني متخصص في إنتاج الأدوية الجينية في الجزائر، وتهدف إلى إنتاج صناعة الأدوية المحلية قادرة على تلبية وتوفير الأدوية ووصولها إلى المواطنين من أجل العلاج، أصبحت صيدال مجمعا صناعيا يختص في إنتاج وتطوير المنتجات الصيدلانية للاستعمال البشري وتسويقها تم إدراج صيدال في البورصة سنة 1999، ورأس مالها موزعا بين الدولة الجزائرية 80%، والنسبة الباقية موزعة على المستثمرين المؤسسيين وأشخاص طبيعيين. (مجمع صيدال، 2026)

2.3 تطور المردودية والرافعة المالية لمجمع صيدال

الأشكال الموالية توضح تطور معدلات المردودية والرافعة المالي في مجمع صيدال:

الشكل 1: تطور معدل المردودية لمجمع صيدال 2010-2024.



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على بيانات المؤسسة وبرنامج EXCEL.

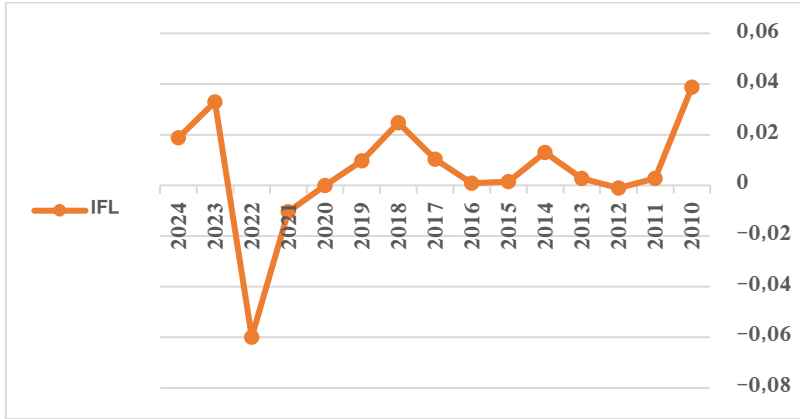
حسب البيانات المالية الخاصة بمجمع "صيدال" للمدة الزمنية 2010-2024، يمكن تحليل أداء المؤسسة كما يلي:

-**المردودية الاقتصادية:** بما أنها تحدد مدى قدرة الأصول الاقتصادية للمؤسسة على توليد الأرباح، فنلاحظ أنها حققت نتائج إيجابية حتى بلغت أعلى مستوى لها سنة 2013 بنسبة أكثر من 15% لكن في السنوات الموالية شهدت تراجعا أو انخفاضا كبيرا، إذ أنها وصلت إلى أدنى مستوى لها سنة 2022 بنسبة سالبة -9.76%، قبل أن تتعافى وتعود للارتفاع تدريجيا سنتي 2023 و2024.

-**المردودية المالية:** تتبع المردودية المالية للمردودية الاقتصادية لكن بنسبة أكبر، وهذا ما يعود إلى حساسية عالية اتجاه الديون، وبلغت أعلى نسبة لها سنة 2013 (15.87%)، لكن انهارت سنة 2022 إلى نسبة -15.75%، لتعود إلى الارتفاع سنة 2023 و2024.

-**المردودية التجارية:** نلاحظ أن المردودية التجارية في غالب الأحيان تكون أعلى من المردودية المالية والاقتصادية، وهذا يعني أن المبيعات ورقم أعمال المؤسسة حققت أرباحا جيدة، لكن المشكل يكمن في سرعة دوران الأصول أو كثافة رأس المال.

الشكل 2: تطور أثر الرافعة المالية لمجمع صيدال 2010-2024



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على بيانات المؤسسة وبرنامج EXCEL.

كما أشرنا سابقا بأن الرافعة المالية هي الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، فهي توضح مدى استفادة المؤسسة من الاستدانة، وحسب الشكل الثاني نستنتج ثلاث فترات هي: **2010-2019**: أثر إيجابي للرافعة المالية، حيث أن $RE < RF$ دائما، وبالتالي تشير إلى أن تكلفة الديون أقل من المردودية الاقتصادية، وهذا ما مكن المؤسسة من تعظيم أرباح المساهمين عن طريق الاقتراض.

2021-2022: أثر سلبي للرافعة المالية، فقد وصلت سنة 2022 إلى نسبة -5.99% ، معناه أن الاقتراض في هذه الحالي أصبح عبئا على المؤسسة، وما تحققه الأصول من الأرباح أقل من ما تدفعه المؤسسة من فوائد، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض حقوق المساهمين.

2023-2024: عودة الأثر الإيجابي للرافعة المالية، ففي سنة 2023 عادة المؤسسة لتحقيق أثر الرافعة المالية الإيجابي 3.3% ، وهذا دليل على تحسن في الإدارة الهيكلية المالية مع القدرة على توليد الأرباح والعوائد بعد تغطية الديون، فالمؤسسة في سنة 2024 هي في منطقة الأمان.

4. دراسة قياسية لأثر الرافعة المالية على المردودية في مجمع صيدال

1.4 دراسة تحليلية إحصائية لمتغيرات الدراسة (RE, RF, RC, IFL)

الجدول الموالي يوضح أهم الاحصائيات الوصفية لمتغيرات الدارسة خلال الفترة الزمنية

2010-2024:

الجدول 1: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة 2010-2024.

	RE	RF	RC	IFL
Mean	0.052020	0.057680	0.094847	0.005653
Median	0.054100	0.055900	0.113000	0.002800
Maximum	0.156000	0.158700	0.231000	0.038800
Minimum	-0.097600	-0.157500	-0.102500	-0.059900
Std. Dev.	0.062395	0.075536	0.079100	0.022620
Skewness	-0.302940	-1.360416	-0.864300	-1.404994
Kurtosis	3.792730	5.572510	3.911603	5.983344
Jarque-Bera	0.622195	8.762960	2.386924	10.49774
Probability	0.732642	0.012507	0.303170	0.005253
Sum	0.780300	0.865200	1.422700	0.084800
Sum Sq. Dev.	0.054505	0.079880	0.087594	0.007163

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات 12 Eviews.

من خلال الجدول الأول نلاحظ ما يلي:

-المردودية الاقتصادية: قيمة الوسيط الحسابي 0.0520، وقيمة الوسيط 0.054100، كما أن أكبر قيمة لنسبة المردودية الاقتصادية قدرت بـ 0.1560، في حين أدنى نسبة لها بلغت -0.097600، أما الانحراف المعياري 0.062395، ومن خلال الأرقام والنسب السابقة تبين أن هناك تقارب بين قيم المردودية الاقتصادية.

-المردودية المالية: بلغت قيمة الوسيط الحسابي 0.057، أما قيمة الوسيط 0.0559، وأكبر نسبة هي 0.158، وأدنى نسبة هي -0.157، أما الانحراف المعياري فقد كان 0.0755، ونلاحظ تقارب بين القيم.

-المردودية التجارية: قدرت قيمة الوسيط الحسابي 0.0948 وقيمة الوسيط 0.113، وبلغت أكبر نسبة المردودية التجارية 0.231 وأدنى نسبة -0.1025، في حين الانحراف المعياري 0.0791، ونلاحظ تباعد بين القيم.

-الرافعة المالية: الوسيط الحسابي للرافعة المالية هو 0.0056 والوسيط هو 0.0028، أكبر معدل كان 0.0388، أما أدنى معدل كان -0.0599، الانحراف المعياري كان 0.0226، كما نلاحظ هناك تباعد بين قيم نسب الرافعة المالية.

2.4 دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

قبل تحديد أثر المتغير المستقل على المتغير التابع، يجب تحديد استقرارية السلاسل عن طرق اختبار ADF، دراسة استقرار السلاسل الزمنية هو ركيزة أساسية من شروط التكامل المشترك ولا يشترط أن تكون هذه السلاسل مستقرة في نفس المستوى. (خليفة، 2023، الصفحات 63-76)

الجدول 2: استقرارية السلاسل الزمنية عن طريق اختبار ADF.

المتغير	اختبار المستوى بقطاع	اختبار المستوى بقطاع واتجاه عام	اختبار الفروق الأولي بقطاع	اختبار الفروق الأولي بقطاع واتجاه عام	اختبار الفروق الثانية بقطاع	اختبار الفروق الثانية بقطاع واتجاه عام	درجة التكامل I(D)
RE	-1.980947	-3.994221	-5.991278	-5.842561	-8.420234	-8.962052	I(0)
RF	-2.397395	-3.100375	-5.876606	-5.811524	-8.529479	-8.866905	I(1)
RC	-1.894711	-3.402176	-5.428028	-5.174866	-8.092511	-8.158874	I(1)
IFL	-3.898585	-3.613732	-5.257242	-5.110849	-7.215631	-6.849475	I(0)

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات Eviews 12.

هذا الجدول يوضح نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، وهو اختبار رئيسي في الاقتصاد القياسي من أجل تحديد أن هذه البيانات ساكنة أو تحتوي على جذر وحدة: بالنسبة للمردودية الاقتصادية تتميز بأنها مستقرة عند المستوى (بقطاع واتجاه عام)، أما المردودية المالية والمردودية الاقتصادية كانت غير مستقرة وأصبحت مستقرة عند اختبار الفروق الأولى بقطاع، في حين أثر الرفع المالي تستقر في المستوى بقطاع بما أن المتغيرات منقسمة بين I(0) و I(1)، وعدم وجود أي متغير متكامل من الدرجة الثانية I(2) فالنموذج القياسي المناسب لتقدير العلاقة بين المتغيرات هو نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL.

3.4 اختبار السببية لجرانجر

لتحديد العلاقة السببية بين المتغيرات، واختبار على العلاقة المباشرة بين المتغيرات واتجاهاتها، تم الاعتماد على اختبار سببية جرانجر:

الجدول 3: نتائج اختبار سببية جرانجر بين متغيرات الدراسة.

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 02/02/26 Time: 17:17
Sample: 2010 2024
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
RF does not Granger Cause RE	13	0.68288	0.5323
RE does not Granger Cause RF		0.72120	0.5153
RC does not Granger Cause RE	13	0.25240	0.7829
RE does not Granger Cause RC		0.96516	0.4212
IFL does not Granger Cause RE	13	0.68342	0.5321
RE does not Granger Cause IFL		0.13440	0.8762
RC does not Granger Cause RF	13	0.43574	0.6613
RF does not Granger Cause RC		0.91076	0.4402
IFL does not Granger Cause RF	13	0.72273	0.5146
RF does not Granger Cause IFL		0.13444	0.8761
IFL does not Granger Cause RC	13	2.28910	0.1636
RC does not Granger Cause IFL		0.67298	0.5369

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات Eviews 12.

نلاحظ أن جميع قيم الاحتمالية أكبر من 0.05، يمكن قبول الفرضية الصفرية، وسببية جرانجر لا تعمل في أي اتجاه بين المتغيرات.

4.4 دراسة قياسية لأثر تغير الرافعة المالية على المردودية الاقتصادية:

يجب تحديد مدد التباطؤ الزمني للنموذج، يوضح الجدول الموالي مجموعة المعايير الإحصائية من أجل اختيار أقل قيمة لكل معيار وما يقابلها التباطؤ الزمني الأمثل:

الجدول 4: درجة التأخر المعتمدة بين الرافعة المالية والمردودية الاقتصادية في مجمع صيدال.

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: IFL RE
Exogenous variables: C
Date: 02/01/26 Time: 21:04
Sample: 2010 2024
Included observations: 11

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	52.34075	NA*	3.63e-07	-9.152863	-9.080519	-9.198467
1	55.53738	4.649647	4.32e-07	-9.006797	-8.789763	-9.143606
2	58.88837	3.655624	5.46e-07	-8.888795	-8.527072	-9.116810
3	67.28865	6.109296	3.37e-07	-9.688846	-9.182434	-10.00807
4	81.75190	5.259364	1.20e-07*	-11.59126*	-10.94015*	-12.00168*

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات Eviews 12.

حسب عدد المشاهدات 11 والنموذج الأمثل للدراسة هو الذي يعتمد على 4 فترات إبطاء، إذن المردودية الاقتصادية تتأثر بقيم الرافعة المالية للسنوات الأربع الماضية، وتوضح المعادلة التالية ذلك:
$$RE = -1.137 * IFL(-1) - 0.182 * IFL(-2) + 0.646 * RE(-1) + 0.127 * RE(-2) + 0.0058$$

R-squared = 0.453818 F = 1.661785 N = 13

تظهر المعادلة السابقة لتقدير العلاقة بين المتغيرين، ونلاحظ:
- القيم 1.137 و 0.182 - تشير إلى وجود علاقة عكسية في الفترات الأولى، يعني هذا أن زيادة الرافعة المالية تؤدي إلى انخفاض في المردودية الاقتصادية في مجمع صيدال;
- تشير أن المردودية الاقتصادية في السنوات السابقة T-1 و T-2 تؤثر إيجابيا على المردودية الحالية، وهذا يدل على وجود نوع من الاستمرارية في الأداء المالي;
- حسب R=0.45 يعني أن 45% من التغيرات الخاصة للمردودية الاقتصادية، وهي نسبة متوسطات الدراسات القياسية، و F=1.66 يستخدم لاختبار المعنوية الإجمالية للنموذج.

5.4 دراسة قياسية لأثر تغير الرافعة المالية على المردودية المالية

بعد قياس أثر الرافعة المالية على المردودية الاقتصادية، سنقيس تأثيرها على المردودية المالية، سنقوم بتحديد مدد التباطؤ الزمني لهذا النموذج من خلال الجدول الموالي:

الجدول 5: درجة التأخر المعتمدة بين الرافعة المالية والمردودية المالية في مجمع صيدال.

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: IFL RF

Exogenous variables: C

Date: 02/01/26 Time: 21:06

Sample: 2010 2024

Included observations: 11

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	52.34028	NA*	3.63e-07	-9.152778	-9.080433	-9.198381
1	55.53610	4.648462	4.32e-07	-9.006563	-8.789529	-9.143372
2	58.88684	3.655354	5.46e-07	-8.888516	-8.526793	-9.116531
3	67.31907	6.132530	3.36e-07	-9.694376	-9.187963	-10.01360
4	81.71662	5.235473	1.21e-07*	-11.58484*	-10.93374*	-11.99527*

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات Eviews 12.

المردودية المالية الحالية لمجمع صيدال تتأثر بالقرارات المالية والرافعة المالية التي اتخذت قبل

أربع سنوات.

$$RF = -1.793 * IFL(-1) - 0.754 * IFL(-2) + 0.619 * RF(-1) + 0.206 * RF(-2) + 0.007$$

$$R\text{-squared} = 0.302291 \quad F = 0.866526 \quad N = 13$$

من خلال المعادلة نلاحظ ما يلي:

-كلما ارتفعت الرافعة المالية بمقدار واحد، يؤدي ذلك إلى انخفاض معدل المردودية المالية بمقدار 1.79 وحدة في السنة الموالية;

أثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسة الاقتصادية: دراسة تطبيقية لمجمع صيدال 2010-2024
إدريسي فتحي/ قسول نورالدين

-الأثر السلبي للديون أو الرافعة المالية على المردودية المالية هو أكثر من أثر على المردودية الاقتصادية;

-القيمة $R = 0.302$ يعني أن الرافعة المالية تفسر 30% فقط من التغيرات في المردودية المالية، فهي تتأثر بعوامل خارج النموذج;

-القيمة $F = 0.866$ ضعيفة وتعني أن العلاقة الاجمالية في هذا النموذج ولها مستويات عالية من الثقة.

6.4 دراسة قياسية لأثر تغير الرافعة المالية على المردودية التجارية

تحديد العدد مدد التباطؤ الزمني عن طريق مجموعة من معايير الإحصائية الموضحة في الجدول التالي:

الجدول 6: درجة التأخر المعتمدة بين الرافعة المالية والمردودية التجارية في مجمع صيدال.

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: IFL RC
Exogenous variables: C
Date: 02/01/26 Time: 21:07
Sample: 2010 2024
Included observations: 11

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	43.97366	NA	1.66e-06	-7.631575	-7.559230	-7.677178
1	50.49038	9.478861	1.08e-06	-8.089160	-7.872126	-8.225969
2	53.53588	3.322365	1.44e-06	-7.915614	-7.553891	-8.143630
3	69.40158	11.53869*	2.30e-07*	-10.07301	-9.566602	-10.39224
4	75.99263	2.396747	3.42e-07	-10.54412*	-9.893014*	-10.95454*

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات Eviews 12.

تشير معايير المفاضلة إلى أن النموذج الأنسب هو الذي يأخذ بعين الاعتبار أثر الرافعة المالية لأربع سنوات السابقة، فالمردودية التجارية لمجمع صيدال لا تستجيب فورا للتغير في الهيكل التمويلي، ويظهر الأثر خلال أربع سنوات.

أثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسة الاقتصادية: دراسة تطبيقية لمجمع صيدال 2010-2024 إدريسي فتحي/ قسول نورالدين

$$RC = -2.632 * IFL(-1) - 0.937 * IFL(-2) + 0.889 * RC(-1) + 0.27 * RC(-2) - 0.016$$

$$R\text{-squared} = 0.581618 \quad F = 2.780325 \quad N = 13$$

من خلال معادلة نموذج الإنحدار الذاتي:

-توجد علاقة عكسية قوية بين الرافعة المالية والمردودية التجارية;

-معامل $IFL(-1)$ يبلغ -2.632 وهو تأثير سلبي كبير من المردودية المالية والاقتصادية، أي زيادة الديون بوحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض بنسبة 2.632 وحدة في المردودية التجارية في السنة التي بعدها;

-هذا الاقتراض يؤدي إلى زيادة الأعباء المالية التي تؤدي بالضغط المباشر على الهوامش التجارية لمجمع صيدال، ويضعف قدرته التنافسية ويقلل من صافي أرباح المبيعات من أجل تغطية الديون
-معامل التحديد في هذا النموذج الأخير هو $R = 0.58$ وهي نسبة جيدة وتدل على أن الرافعة المالية محدد أساسي للمردودية التجارية في مجمع صيدال;

-القيمة $F = 2.78$ هي أعلى من نموذج المردودية المالية وحتى الاقتصادية، فهناك ثقة معنوية احصائية عالية لهذه العلاقة;

5. تحليل النتائج

الرافعة المالية هي قيام المؤسسة باستعمال الدين في هيكلها المالي بهدف زيادة أرباح المساهمين، إذن "الفرضية الأولى صحيحة"

حققت مجمع صيدال أثر إيجابي للرافعة المالية في أغلب فترات الدراسة، يعني أن نسبة المردودية أعلى من معدل الفائدة، فكلما ارتفعت نسبة الاستدانة ترتفع نسبة المردودية المالية. وهذا ما يؤكد صحة "الفرضية الثانية جزئياً"

بعد القيام بإجراء دراسة تطبيقية لأثر الرافعة المالية على المردودية في مجمع صيدال 2010-

2024 باستخدام برنامج Eviews12 تبين أن:

- العلاقة بين الرافعة المالية والمردودية الاقتصادية هي علاقة عكسية، فكلما توسعت المؤسسة في استخدام الرافعة المالية أي الديون، يؤدي إلى ضغط سلبي يخفض من معدل المردودية الاقتصادية حسب البيانات السابقة;

أثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسة الاقتصادية: دراسة تطبيقية لمجمع صيدال 2010-2024 إدريسي فتحي/ قسول نورالدين

- العلاقة بين الرافعة المالية والمردودية المالية هي علاقة عكسية أي سالبة، فزيادة المديونية يؤدي إلى زيادة الأعباء المالي التي هي أكبر من العوائد المحققة من استخدام هذه الديون، وهذا ما ينعكس سلباً على ملكية المساهمين؛

-المردودية التجارية هي الأكثر تأثراً بالرافعة المالية، وسجلت أعلى معامل استجابة سلبية 2.632- وهذا ما يدل على أن الأعباء المالية مرتبطة بالديون وتضغط بقوة على أرباح المبيعات لمجمع صيدال. وبالتالي "الفرضية الثالثة صحيحة جزئياً"، حيث يمكن قبول احتمال الفرضية الصفرية التي تقول إلى عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية والمردودية.

6. خاتمة

دراسة أثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسة الاقتصادية هو من أهم المواضيع التي تخص الإدارة المالية، فهدف المؤسسة هو تحقيق الربح والنمو والاستمرارية، ومن أجل بلوغ هذا الهدف تبحث المؤسسة على العوامل التي تحقق نتائج إيجابية لمردودية المؤسسة، ومن خلال هذه الدراسة المتمثلة في "أثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسة الاقتصادية: دراسة تطبيقية لمجمع صيدال 2010-2024" تم التوصل إلى النتائج التالية:

- الرافعة المالية في المؤسسة الاقتصادية هي استخدام الدين في الهيكل المالي من أجل زيادة الأرباح لحقوق المساهمين، أما المردودية فهي مقارنة النتائج للإمكانات المتاحة في المؤسسة الاقتصادية وتنقسم إلى: المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، والمردودية التجارية؛
- الرافعة المالية هي الفرق بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية؛
- مجمع صيدال ينشط في قطاع الصيدلاني منذ 1982، وتم إدراجه في السوق المالي سنة 1999 -مجمع صيدال حقق أثر إيجابي للرافعة المالية خلال 2010_2024، أثر سلبي خلال 2021-2022، وشهدت سنة 2023-2024 عودة الأثر الإيجابي للرافعة المالية؛
- هناك فجوة بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية لمجمع صيدال أي حوالي 1.88%، فهي لا تزال أقل من مستوياتها التاريخية سنة 2013؛
- بعد اختبار السببية لجرار يمكن تقبل احتمال بأنه لا توجد علاقة بين المتغيرين (الفرضية الصفرية)، ويمكن القول كذلك بأنه هناك علاقة سببية بين المتغيرين الرافعة المالية والمردودية بأنواعها الثلاث؛

-هناك علاقة عكسية بين الرافعة المالية والمردودية، كلما ارتفعت المردودية انخفضت معدلات المردودية؛

-زيادة الديون ينعكس سلبا على المردودية الاقتصادية، وينعكس سلبا على ملكية المساهمين أما المردودية التجارية هي الأكثر تأثر بالرافعة المالية؛

-تؤثر الرافعة المالية سلبا على المردودية التجارية بسبب ارتفاع نسبة الفوائد، فهي تؤثر على هامش الربح.

من خلال النتائج المتوصل لها في مجمع صيدال، يمكن تقديم مجموعة من التوصيات أهمها:

- صيدال بحاجة إل زيادة معدل المردودية الاقتصادية من خلال سرعة دوران الأصول؛

- وزيادة هامش أثر الرافعة المالية من خلال إعادة التفاوض لتخفيض تكلفة الديون؛

-مجمع صيدال كان يعاني في أثر سلبي في سنة 2021-2022، وذلك بسبب ارتفاع حجم الديون وبالتالي زيادة الفائدة التي تؤثر على أرباح المجمع؛

-على صيدال تجنب الاقتراض والديون المالية، والتوجه إلى الحصول على الأموال الخاصة عن طريق منح فرص أخرى وامتيازات للمساهمين (حملة الأسهم).

7. قائمة المراجع

-خميسي شبيحة، (2010)، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للطباعة، الجزائر؛

-لطرش الطاهر، (2010)، تقنيات البنوك، ديوان مطبوعات الجزائر؛

-بن ساسي إلياس و قريشي يوسف، (2006)، التسيير المالي والإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الجزائر؛

-ناصر دادي عدون و مامش يوسف، (2008)، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، الطبعة الأولى، دار المحمدية، الجزائر؛

-لكحل نورة و فرقاني قويدر نور الإسلام، (2024)، الاقتراض المصرفي كخيار تمويلي لدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دائرة البحوث والدراسات والقانونية والسياسية، المجلد 8 العدد 1، صص 25-46؛

أثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسة الاقتصادية: دراسة تطبيقية لمجمع صيدال 2010-2024
إدريسي فتحي/ قسول نورالدين

-خليفة أحلام، (2023)، قياس أثر القطاع الصناعي الخاص على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 2000-2019 باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL)، مجلة دراسات في الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 06 العدد 01، ص 63-76.

-مجلخ سليم، بشيشي وليد، (2017)، الرقابة الداخلية وأثرها على المردودية المالية في المؤسسة الاقتصادية دراسة قياسية باستخدام شعاع الإنحدار الذاتي VAR خلال الفترة 2009-2015، مجلة المالية والأسواق، المجلد 4 العدد 2، ص 01-27؛

-بكارى بلخير و دغموم عبد الرحمان، (2017)، دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة (2009-2014)، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 8 العدد 1، ص 101-114.

-بشيشي وليد و مجلخ سليم و بن يونس ياسر، (2021)، أثر الهيكل المالي على المردودية التجارية دراسة تطبيقية للفترة 2010-2018، مجلة آفاق علمية، مجلد 13 العدد 01، ص 741-759
-قدراوى شعيب، (2024)، دور المستشار الجبائي في المردودية المالية للمؤسسة (أطروحة دكتوراه)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة مصطفى اسطنبولي بمعسكر، الجزائر؛

-لجنة تنظيم تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (الجزائر)، المعلومات المالية:

<https://cosob.dz/emetteurs/informations-financieres>، تاريخ الإطلاع:

2026/01/15؛

-الموقع الرسمي لمجمع صيدال: <https://saidalgroup.dz/public/page/SAIDAL>، تاريخ الإطلاع: 2026/01/08.