



سياسة الرفع المالي وأثره على مردودية المؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة بيوفارم خلال الفترة 2018-2021

Financial leverage and its impact on the profitability of economic institutions - a case study of Bio-Pharm during the period 2018-2021

ط.د. ودان سهام *	بختي زوليخة
جامعة جيلالي ليابس-سيدي بلعباس-الجزائر	جامعة جيلالي ليابس-سيدي بلعباس-الجزائر
ouaddanesihem@gmail.com	zoulikhabekhti@gmail.com

تاريخ القبول: 2024/01/05

تاريخ الاستلام: 2023/09/22.

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أثر تطبيق سياسة الرفع المالي على مردودية المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة 2018-2021 ، وذلك عن طريق قياس نسب المردودية المالية و المردودية الاقتصادية من خلال تحليل معطيات القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة محل الدراسة و معرفة الحالات التي يكون فيها اللجوء للاستدانة أثر إيجابي على مردودية المؤسسة .

توصلنا إلى نتائج تبين أن سياسة الرفع المالي أثرت إيجاباً على مردودية مؤسسة بيوفارم خلال الفترة 2018 - 2021 أي عند اللجوء للاستدانة تزيد المؤسسة من مردوديتها رغم الضغوطات السلبية التي فرضها وباء كوفيد - 19 على نتيجة المؤسسة .

كلمات مفتاحية : الرفع المالي ، المردودية المالية ، المردودية الاقتصادية ، الاستدانة.

Abstract:

This research aims to highlight the impact of applying the financial leverage policy on the profitability of the Algerian economic institutions listed on the Algiers Stock Exchange during the period 2018-2021, by measuring the ratios of financial and economic profitability by analyzing the data of the financial statements of the institution under study and knowing the cases that In which the resort to borrowing has a positive impact on the profitability of the institution.

We reached results showing that the financial leverage policy positively affected the profitability of Bio Pharm Corporation during the period 2018-2021, that is, when resorting to borrowing, the institution increases its profitability despite the negative pressures imposed by the Covid-19 epidemic on the institution's result.

Keywords: financial leverage, financial profitability, economic profitability, debt.

1-مقدمة:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية خلية إنتاج، يتم فيها تجميع وتوليف العناصر الاقتصادية بهدف خلق الثروة في المجتمع، في المقابل فهي تتعرض لجملة من المخاطر، مما يفرض على مسيرتها البحث عن قرارات رشيدة تضمن لها النمو والاستمرارية. ولعل من أبرز القرارات التي تواجه المسير المالي في المؤسسة هي تلك المتعلقة باختيار سياسة التمويل المناسبة في المؤسسة و التي تعتمد بالأساس إما على الأموال الخاصة أ و إما على الاستدانة عن طريق القروض، و هذا ما يعرف بالرفع المالي الذي أصبح مصدر مستحسن للتمويل تلجأ إليه المؤسسة من أجل تعظيم ثروة الملاك و تحقيق مستوى مردودية إيجابي، بالإضافة إلى المزايا الضريبية التي يتمتع بها و التي تسمح بزيادة الأرباح و تدنية التكاليف.

مما سبق تبرز مشكلة الدراسة في البحث عن أثر انتهاج سياسة الرفع المالي (الاستدانة) على مردودية المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، و لهذا يمكن صياغة السؤال الرئيسي على النحو التالي:

"هل تأثرت مؤسسة بيو فارم بتطبيق سياسة الرفع المالي خلال الفترة 2018-2021؟"

يمكن توضيح السؤال الرئيسي بالأسئلة الفرعية التالية:

-فيما تتمثل العلاقة بين الرفع المالي ومردودية المؤسسة؟

-هل تطبيق سياسة الرفع المالي له أثر إيجابي على مردودية مؤسسة بيو فارم؟

: فرضيات الدراسة

-العلاقة التي تربط بين الرفع المالي ومردودية المؤسسة علاقة طردية حيث كلما اعتمدت المؤسسة على تمويل خارجي ممثل في الاستدانة ارتفعت مردودية المؤسسة.

-اللجوء للرفع المالي قرار صائب يساهم في زيادة مردودية المؤسسة.

أهداف البحث:

تهدف الدراسة أساسا إلى التعرف على أثر سياسة الرفع المالي على مردودية مؤسسة بيو فارم

خلال الفترة الممتدة بين 2018 - 2021، أما الأهداف المفسرة فيمكن حصرها فيما يلي:

✓ التطرق إلى المفاهيم المتعلقة بالرفع المالي وأهم النظريات الاقتصادية للهيكل التمويلي للمؤسسة.

✓ التطرق إلى المردودية المالية والمردودية الاقتصادية في المؤسسة.

✓ حساب عتبة المردودية ودرجة الرفع التشغيلي.

✓ قياس أثر الرفع المالي على مردودية مؤسسة بيو فارم وتحليل النتائج المتحصل عنها.

منهجية البحث:

اعتمدنا في دراستنا على منهج دراسة الحالة الواحدة ذات البعد الاستكشافي، حيث تطرقنا في الجانب النظري إلى أهم المفاهيم الأساسية لسياسة الرفع المالي و أثرها على مردودية المؤسسة الاقتصادية، أما في الجانب التطبيقي فقد قمنا بتحليل و تفسير البيانات المالية الخاصة بالمؤسسة الاقتصادية محل الدراسة بالاعتماد على أدوات البحث العلمي من (جداول - أشكال - مخططات) لتفسير سياسة الرفع المالي وكيف يمكن للمؤسسة اعتمادها في تحقيق المردودية .

الدراسات السابقة:

توجد العديد من الدراسات التي عالجت موضوع أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسة من جوانب متعددة، نذكر البعض منها:

➤ دراسة بلخير بكاري (مقال منشور في مجلة دراسات، العدد الاقتصادي، المجلد 8، العدد 1، جانفي 2017 جامعة الأغواط) تحت عنوان "دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية" سعى الباحث إلى اختبار العلاقة بين الرافعة المالية و المردودية المالية على عينة من المؤسسات في حاسي مسعود خلال الفترة الممتدة بين 2009 - 2014 باستخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية ، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين كل من الرفع المالي والمردودية المالية و مؤشراتها (نسبة الربحية الاجمالية - معدل دورات الأصول والنسبة الهيكلية) ،و يعود ذلك حسب الباحث إلى ارتفاع المصاريف المالية وضعف نسبة الديون المالية الأكثر من سنة في المؤسسات البترولية بحاسي مسعود؛

➤ دراسة (Md .Musfiqur Rahman and all ;Journal of Business Economics and Environmental studies ;vol 10;numero 02;Avril 2020) بعنوان (Impact of Financial Leverage on Firm's Profitability-An Empirical Evidence from Listed Textile

(Firms of Bangladesh) هدفت الدراسة إلى إبراز أثر الرفع المالي على ربحية الشركات في قطاع المنسوجات في بنغلادش، وذلك بنمذجة الظاهرة باستخدام نماذج المربعات الصغرى العادية (OLS) والتأثير الثابت (FE) على 22 شركة نسيج، حيث تم قياس ربحية الشركة من خلال العائد على حقوق الملكية (ROE) و استخدام كل من الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل كمحددات للرافعة المالية من أجل اختبار العلاقة بين المتغيرين. وقد تم التوصل إلى وجود علاقة سلبية بين الرافعة المالية وربحية الشركة أي أن ربحية الشركة تتأثر سلبًا بهيكل رأس مال الشركة. توصي هذه الدراسة بأنه يجب على الشركة التركيز بشكل أكبر على توليد الأموال داخليًا لتلبية احتياجاتها التمويلية؛

➤ دراسة بن ناصر عبد الكريم (مقال منشور في مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية و الاقتصادية، المجلد 12، العدد 1، 2023 تحت عنوان "أثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسات الاقتصادية الخدمية" هدفت الدراسة إلى قياس أثر الرفع المالي على مردودية مؤسسة سونلغاز بقائمة خلال الفترة 2017-2019 حيث توصلت الدراسة إلى وجود أثر بين الرافعة المالية على المردودية المالية والمردودية الاقتصادية عند اعتماد المؤسسة على مصادر تمويل خارجية متمثل في الاستدانة .

➤ ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة :

يختلف هذا العمل عن الدراسات السابقة في محاولة معالجة الموضوع بالتطرق إلى قياس أثر سياسة الرفع المالي على المردودية المالية و الاقتصادية على مؤسسة اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر من خلال قياس مردودية المؤسسة و درجة الرفع التشغيلي انطلاقا من رقم الأعمال بدلالة التكاليف الثابتة في المؤسسة، بالإضافة إلى الفترة التي تم اعتمادها في الدراسة والتي كانت بين 2018 و 2021 و التي تشمل فترة ظهور وباء كورونا الذي فرض ضغوطات على قرارات المؤسسة.

2. الرفع المالي وأثره على مردودية المؤسسة:

1.2 الأسس النظرية لسياسة الرفع المالي:

قبل التطرق إلى الرفع المالي يجب معرفة أن مصطلح الرفع مستنبط من علم الفيزياء، حيث أن الرافعة الفيزيائية تعمل على زيادة و رفع القوة المستخدمة عند إزاحة كتلة معينة من مكان لآخر من خلال زيادة ذراع القوة، و في المقابل و عند إسقاط هذا المفهوم في العلوم المالية نجد أن تحليل أثر الرفع يسمح بتحديد هيكل تمويل المؤسسة، حيث يمكن للاستدانة أن تؤثر إما بالإيجاب أو بالسلب على مردودية

المؤسسة من خلال دراسة سياسة الرفع المالي كنظرية مفسرة لاختيار مصادر تمويل المؤسسة و فيما يلي أهم النظريات الاقتصادية في هذا المجال :

1-1-2 النظريات الكلاسيكية: قد ساهم العديد من الرواد و الباحثين في تطوير النظريات المفسرة لاختيار مصادر تمويل المؤسسة من أهمها موديليانى و ميلر (Modigliani and Miller) عام 1958 من خلال إثبات وجود هيكل تمويلي أمثل في المؤسسة كنظرية صافي الربح و النظرية التقليدية ، حيث أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي (miller, 1958) ، فالتكلفة الكلية للأموال و قيمة المؤسسة لن يتأثرا بطريقة تمويلها ، والمؤسسات التي تعتمد على الديون كمصدر للتمويل (مصدر التمويل الأقل تكلفة) لا تتمتع بقيمة أعلى من المؤسسات التي تعتمد على التمويل بالملكية (مصدر التمويل الأعلى تكلفة) إلا أنها باءت بالفشل لاستحالة تطبيقها على أرض الواقع كونها أهملت عامل الضريبة على أرباح الشركات ما أدى بهما (Modigliani and Miller) عام 1963 إلى النظر في الفرضيات الموضوعة (Ecaterina, 2020) و تحديد معدل الضريبة الفعال للرفع المالي الذي سوف يزيد من مردودية المؤسسة من خلال الوفر الضريبي المحقق عند استخدام المؤسسة للقروض، و مع استمرار الأبحاث و الدراسات ظهرت توجهات و نظريات حديثة في هذا المجال.

2-1-2 النظريات الحديثة : ظهرت نظريات حديثة تفسر السلوك الأمثل لتمويل المؤسسة أهمها نظرية العلاقة التوازنية، حيث سنة 1959 قدم دافيد دورانت (David Durand) مفهوم آخر يعتمد على التوازن المالي إذ يجب على المؤسسة موازنة المنافع بين استخدام الديون (الوفر الضريبي) و تكاليف الديون في المؤسسة لتحقيق المردودية ، حيث وجد (Baxter, 1967) أن الإفراط في استخدام الديون يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمؤسسة لكن في حدود معينة ،حيث إذا زادت نسبة استخدام الديون (الوفر الضريبي) سوف تتحول إلى عبئ على المؤسسة بسبب تخوف الدائنين من احتمالات الإفلاس (تكاليف الإفلاس)، و لهذا ينبغي على المؤسسة عدم تجاوز النسبة المثلى من الديون في تمويل مشاريعها و هي النسبة التي تتساوى فيها المنافع المرتبطة باستخدام الديون (الوفر الضريبي) مع التكاليف المرتبطة باستخدام هذه الديون (تكاليف الإفلاس) ، جاءت نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل والتي تعتمد على التمويل حسب الأولوية ففي حالة عدم كفاية الأموال الخاصة في المؤسسة سوف تلجأ إلى الاستدانة عن طريق القروض،

كما يمكنها الاعتماد على أسهم المؤسسة كحل آخر للتمويل (قراش، 2021)، و قد أطلق ستيوارت مايرز (stewart, 1984) على هذا الترتيب بنظرية الالتقاط التدريجي و استخدام مصادر التمويل الأقل عرضة لمشكلة التقييم المنخفض لقيمة المؤسسة¹، قدم ويليام مكليين (William Meckling) و ميشال جونسون (Michael Janson) نموذج وكالة الوكيل – المالك و الإدارة مفاده تعزيز مبدأ التوازن بين المصالح في علاقة الوكالة لتحقيق القرار الأمثل الذي يتسم بالحيادية وتحقيق المصلحة خاصة مع ظهور شركات المساهمة ذات الحجم الكبير، الأمر الذي جعل عملية مراقبة المديرين شبه مستحيلة ما وجب وضع لجان مراقبة داخلية و خارجية بتكاليف معينة تسمى تكاليف الوكالة. (فاخر، 2019).

-يستعين المسير المالي بسياسة الرفع المالي في المؤسسة من أجل الرفع من القدرات الإنتاجية و فيما يلي أهم التعاريف للرفع المالي :

2-1-3. مفهوم الرفع المالي: وردت تعاريف عديدة حول مفهوم الرفع المالي، نذكر البعض منها فيما يلي:

✓ عرفه الياس بن ساسي و آخرون على أنه ذلك الفائض المالي الناتج من الفرق بين المردودية الاقتصادية و تكلفة الأموال المقترضة، و التي سوف ترفع من مردودية الأموال الخاصة في حالة تحقيق المؤسسة لنتيجة اقتصادية أعلى من التكاليف المالية للاستدانة. (ساسبي، التسيير المالي الادارة المالية، 2022)

✓ كما يمكن تعريفها على أنها أموال من مصادر خارجية (الاقتراض) بتكاليف ثابتة تهدف إلى زيادة أرباح المؤسسة. (عباس، 2008)

¹ التقييم المنخفض لتقييم المؤسسة ينتج بسبب عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين في السوق المالي (الأطراف الخارجية) و إدارة الشركة (الأطراف الداخلية) ما يؤدي إلى تضارب في التقييم الفعلي لأسعار الأوراق المالية للمؤسسة .

✓ وقد عرفه منير شاكر في كتابه (تحليل مالي -مدخل لصناعة القرارات) على انه اعتماد المؤسسة على شراء الأصول من الأموال المقترضة أو من الأسهم الممتازة و بالتالي استثمار رأس المال المقترض بما يحقق عائد أكبر من مصاريف الاقتراض . (شاكر، 2018)

✓ لكن و من أجل ت²خفيض مستوى المخاطرة قد تلجأ بعض المؤسسات إلى التخفيض من نسبة الرفع المالي حسب نظرية التوازن المالي و التي جاء بها (Baxter، 1967). في المقابل قد تنتهج بعض المؤسسات سياسة مغايرة بفرض إدارة المؤسسة إلى زيادة الرفع المالي بنسب عالية من أجل التحكم و الحفاظ على السيطرة و قوة التصويت للمساهمين القدامى و عليه التقليل من السيطرة الخارجية ما يدفع بهذه السياسة إلى تحقيق فعالية الأداء في المؤسسة. (النجار، 2013، صفحة 287)

وعليه يمكننا القول أن الرفع المالي يعتمد بالأساس على الديون المالية تستخدمها المؤسسة لتمويل استثماراتها و تغطية حاجاتها المالية مع زيادة الأرباح، إلا أنه سلاح ذو حدين فقد يكون مربح، كما قد يترتب عليه خسائر قد تؤدي إلى الإفلاس في حالة عدم تحديد المستوى الحقيقي لكفاءة العمليات التشغيلية و التمويلية و كذلك الظروف المحيطة بالمؤسسة .

2-1-4. أنواع الرفع المالي: حددت الأدبيات 03 أنواع للرفع المالي يمكن تلخيصها فيما يلي :

• **الرفع التشغيلي :** هو مفهوم يستخدم في التحليل المالي لقياس حساسية المؤسسة لتقلب حجم رقم الأعمال، يعتمد على وزن التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف الاجمالية للمؤسسة ، ذلك أن إذا كانت نسبة التكاليف الثابتة من اجمالي التكاليف في المؤسسة مرتفعة، هذا يعني أن المؤسسة تتمتع برفع تشغيلي عالي فتأثير الرافعة التشغيلية في المؤسسة يشبه تأثير مكبر الصوت ،أي زيادة في رقم الأعمال يؤدي إلى زيادة كبيرة في الأرباح . أما عند انخفاض رقم الأعمال و لو كان انخفاض طفيف سوف يؤدي إلى تدني الأرباح بشكل واضح و بنفس نسبة الرفع التشغيلي. (العامري، 2007)

-**درجة الرفع التشغيلي :** لمعرفة درجة الرفع التشغيلي في المؤسسة يمكننا تطبيق الصيغة الرياضية التالية : (النعيمي، 2007)

درجة الرفع التشغيلي = الهامش على التكلفة المتغيرة / نتيجة الاستغلال

• **الرفع المالي :** يتمثل الرفع المالي في تمويل أعمال المؤسسة بأموال مقترضة يمكن قياسها بنسبة الدين إلى حقوق الملكية ، حيث تشمل ديون المؤسسة مجموع المطلوبات ، أما حقوق المساهمين فهي تشمل رأس المال إضافة إلى الاحتياطات و الأرباح المحتجزة . (عليوي، 2019)

• **الرفع الكلي:** و يسمى أيضا بالرفع المشترك و في هذه الحالة تستخدم المؤسسة كل من الرفع المالي والرفع التشغيلي في آن واحد ، بمعنى زيادة ربح المؤسسة بزيادة رقم الأعمال و اللجوء للاقتراض في آن واحد.

-**درجة الرفع الكلي:** درجة الرفع الكلي هو حاصل ضرب الرفع المالي و الرفع التشغيلي من خلال العلاقة الرياضية التالية : (عباس، الإدارة المالية، 2008)

$$\text{الرفع الكلي} = \text{الرفع المالي} \times \text{الرفع التشغيلي}$$

2-1-5.. مخاطر الرفع المالي: قبل الحديث عن مخاطر الرفع المالي يجب النظر إلى مفهوم المخاطر المالية ،التي تعرف أنها خسارة مالية تتحملها المؤسسة نتيجة فشلها في تحقيق عائد على أنشطتها الاستغلالية والاستثمارية، وذلك نظرا لارتباطها بمجموعة من المخاطر تشمل: مخاطر السوق، الائتمان، السيولة و مخاطر التشغيل. (بوهالي، 2018). ولذا فالمخاطر المالية مرتبطة بقرارات التمويل في المؤسسة أي عند اختيار المؤسسة مزيج تمويلي بين الأموال الخاصة و الديون ، سوف تتعرض إلى درجة كبيرة من المخاطر مقارنة بحالة التمويل الذاتي (الأموال الخاصة)، و لهذا ينبغي على الإدارة المالية الموازنة بين تكاليف الديون الناتجة عن الاقتراض و بين العائد على حقوق الملكية بدافع تعزيز و تقوية أداء المؤسسة . (عليوي، 2019)

2-2. الأسس النظرية لمردودية المؤسسة : لمعرفة آلية أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسة يجب تحديد مفهوم المردودية، أنواعها و كيف يتم حسابها لتطبيق آلية الرفع المالي ،

2-2-1. مفهوم المردودية : يشير مفهوم المردودية إلى قدرة المؤسسة على تحقيق نتيجة إيجابية من خلال الوسائل المستخدمة أي هي ذلك الارتباط بين الوسائل التي تساعد في تحقيق النتائج في المؤسسة، حيث:

✓ عرفها Pierre Canson على أنها مفهوم في العملية الاقتصادية ، يستخدم كل الإمكانيات المادية و البشرية و المالية ،يعبر عنه من خلال العلاقة التالية : **المردودية= النتيجة/الوسائل**. (Vernimmen, 2009)

✓ هي "ذلك الارتباط بين النتائج و الوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية". (صويلح، 2018)

✓ هي ذلك التفاعل بين المتغيرات الاقتصادية و المالية في شكل نسب مفسرة و محددة بمعدل المردودية و يسمى بالمتغير الرياضي لها. (الوهاب، 2004)

2-2-2.أنواع المردودية: يمكن النظر في المردودية من وجهتين، الأولى من وجهة نظر المساهمين و تسمى (المردودية المالية) و الثانية من وجهة نظر المؤسسة بحد ذاتها و تسمى (المردودية الاقتصادية)،حيث أن:

• **المردودية المالية** : تسمى بمردودية الأموال الخاصة ، تهتم بإجمالي أنشطة المؤسسة و هي تشمل كافة العناصر و التدفقات المالية لتحديد مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية، كما يمكن تعريفها على أنها معدل المردودية الاقتصادية بعد الضريبة عند مستوى استئانة معدومة. (ساسي، 2022)

-يمكن حساب المردودية المالية كما يلي :

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

$$Rf^2 = RN^3 / CP^4$$

• **المردودية الاقتصادية** : تهتم بقياس فعالية استخدام الأصول الاقتصادية من خلال النتيجة العملياتية الاجمالية ، و تسمى بالمردودية الاقتصادية الاجمالية كونها تتحقق قبل خصم الاهتلاك و العمليات الحالية و عمليات التوزيع . (بوشينقر، 2011)

2-3. أثر الرفع المالي و علاقته بمردودية المؤسسة : يمكن أن تتمتع المؤسسة بمردودية اقتصادية جيدة ، و في نفس الوقت مردوديتها المالية ضعيفة ، و العكس ، فهناك حالات أين نجد أن المردودية

RF² هو اختصار لعبارة المردودية المالية (Rentabilité financière)

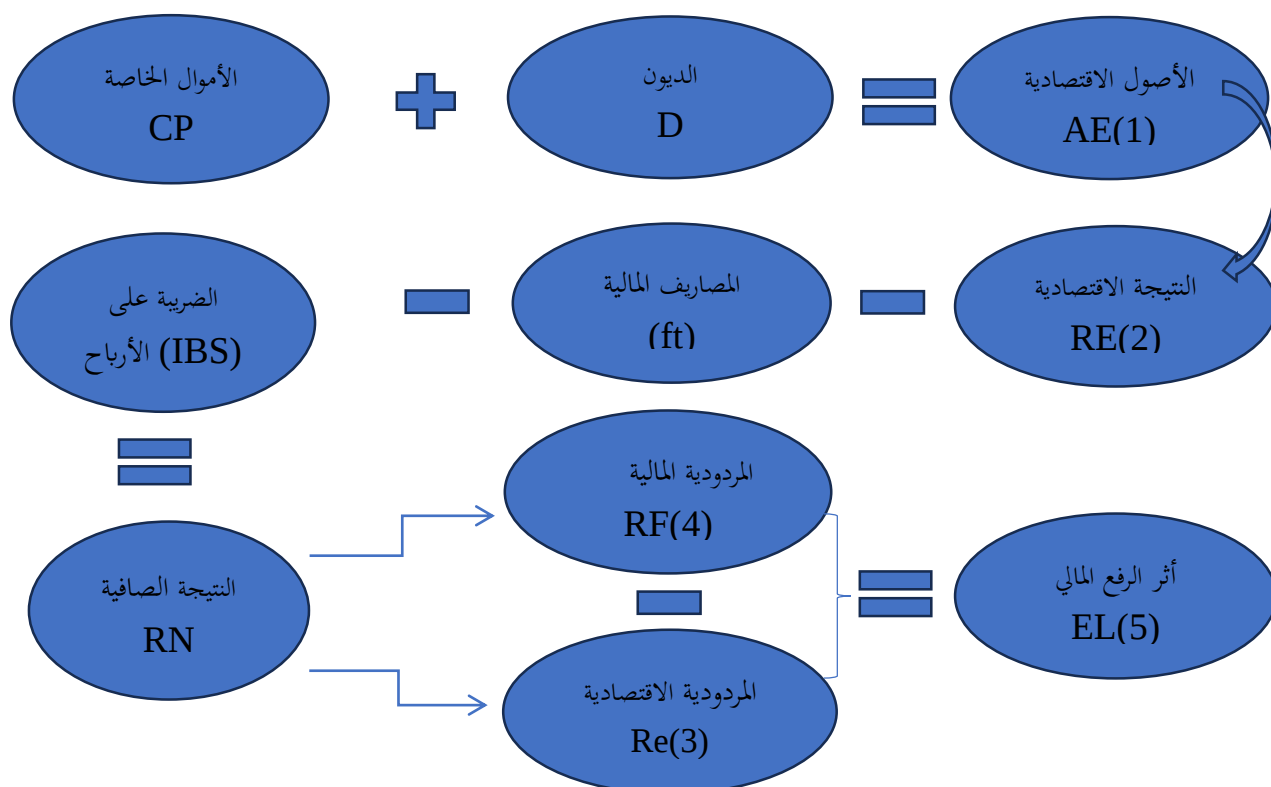
RN³ هو اختصار لعبارة النتيجة الصافية (Résultat Net)

CP⁴ هو اختصار لعبارة الأموال الخاصة (Capitaux Propres)

الاقتصادية ضعيفة بينما نسب المردودية المالية تكون عالية ، فهذا التناقض ناتج عن أثر الرفع المالي الذي يمكنه مضاعفة المردودية المالية ، و بالتالي عندما تكون مؤسسة ذات مردودية اقتصادية جيدة يمكن تحسين مردوديتها المالية عن طريق الاستدانة أي بارتفاع معدل الاستدانة يمكن تحقيق مردودية مالية جيدة، لكن لا يجب إهمال عامل الخطر المرتبط بمعدل الاستدانة ، حيث أن كل مردودية مالية مضاعفة بفعل أثر الرفع المالي يتبعها معدل خطر مضاعف . (فضاله، 1999)

- يوضح الشكل التالي أثر الرفع المالي و طريقة حسابه من خلال المردودية المالية و الاقتصادية :

الشكل 01: طريقة حساب أثر الرفع المالي



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مكتسبات سابقة

$$AE = CP + D^5 \quad (1)$$

$$RE - ft - IBS = RN^6 \quad (2)$$

$$Re = RE / AE^7 \quad (3)$$

⁵ الأصول الاقتصادية = الأموال الخاصة + الديون

⁶ النتيجة الصافية = النتيجة الاقتصادية (النتيجة التشغيلية) - المصاريف المالية-الضريبة على أرباح الشركات

⁷ المردودية الاقتصادية = النتيجة الاقتصادية / الأصول الاقتصادية

$$RF=RN/CP^8 \dots\dots\dots (4).$$

$$EL=RF-Re^9 \dots\dots\dots (5).$$

يوضح الشكل رقم (01) العناصر الأساسية لقياس أثر الرفع المالي، فبعد تحديد النتيجة الصافية السنوية نقوم بحساب كل من نسبة المردودية المالية و نسبة المردودية الاقتصادية ، و بالتالي حساب أثر الرفع المالي من خلال حاصل الفرق بين المردودية المالية و المردودية الاقتصادية ، حيث أن :

(1):الأصول الاقتصادية و هي تشمل الأموال الخاصة و الديون المالية .

(2):النتيجة الصافية بدلالة النتيجة الاقتصادية حيث أنه بطرح المصاريف المالية التي تمثل تكلفة الاستدانة و بطرح الضريبة في حالة تحقيق ربح في المؤسسة¹⁰ نحصل على النتيجة الصافية التي تحققها المؤسسة.

(3) : المردودية الاقتصادية : و هي تعبر عن نسبة النتيجة الاقتصادية من الأصول الاقتصادية للمؤسسة بعد خصم الضريبة .

(4) : المردودية المالية : تعبر عن نسبة النتيجة الصافية للمؤسسة من الأموال الخاصة لها.

(5):أثر الرفع المالي: نستنتج أثر الرفع المالي من خلال ناتج طرح نسبة المردودية المالية من المردودية الاقتصادية .

نرى أنه يمكن التميز بين حالات أثر الرفع المالي من خلال النتائج المتوصل إليها حيث :

الحالة الأولى :الرفع المالي موجب ما يفسر أن نسبة المردودية الاقتصادية (Re)أكبر من معدل الفائدة و هو ما يسمح باستخدام الديون في المؤسسة ،أي أن أثر الرفع المالي يزيد من معدل المردودية المالية في المؤسسة .

⁸ المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

⁹ الرفع المالي = المردودية المالية – المردودية الاقتصادية

¹⁰ في حالة شهدت المؤسسة خسارة في سنة من سنوات الدراسة في النتيجة العملياتية (التشغيلية) فلا يطبق عليها الضريبة على أرباح الشركات

الحالة الثانية: الرفع المالي معدوم ما يفسر أن نسبة المردودية الاقتصادية مساوية لمعدل الفائدة ، و بالتالي فاستخدام الديون من عدمه ليس لها تأثير في المؤسسة .

الحالة الثالثة: الرفع المالي سالب ما يفسر أن نسبة المردودية الاقتصادية أدنى من معدل الفائدة ، و هو ما يمنع المؤسسة من استخدام الديون ، نظرا لأثره السلبي على المردودية المالية للمؤسسة و بالتالي على عوائد المساهمين.

3. أثر الرفع المالي على مردودية مؤسسة بيو فارم خلال الفترة (2018-2021)

نحاول من خلال الدراسة التطبيقية قياس أثر سياسة الرفع المالي على مردودية مؤسسة بيو فارم خلال الفترة (2018-2021): وسنركز على الجزئيات بفضل المزايا التي توفرها دراسة الحالة الواحدة، كاستراتيجية بحث تقودنا إلى الحصول على نتائج هامة.

3-1. خصائص الحالة محل الدراسة: تتمثل الحالة محل الدراسة في مؤسسة بيو فارم (Biopharm) و التي تعتبر من بين المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، تأسست سنة 1991، من قبل عبد المجيد كراك، يقع مقرها في 18 المنطقة الصناعية، طريق المحطة حوش محي الدين، رغبة، الجزائر. يقدر رأسمالها ب 5.104.375.000 دينار جزائري، موزعة على 51% للمساهمين الجزائريين و 49% للمساهمين الأجانب، تنشط في مجال انتاج و تطوير الأدوية ، حيث تقوم بإنتاج 159 دواء محلي، و توزع حوالي 514 دواء في الصيدليات (biopharm، 2020) . ترتكز النظرة الاستراتيجية لمؤسسة بيو فارم على : (biopharm, performance 2020, s.d., pp. 32-41)

-إنتاج الأدوية الأساسية في السوق الجزائري و المغربي؛

-توفير المنتجات التنافسية؛

-تعزيز و تطوير التحالف الاستراتيجي المحلي و الدولي؛

-استغلال الفرص المتاحة من خلال التكامل العمودي المتنبئة من طرف المؤسسة .

و قد تم اختيار هذه المؤسسة كونها تتوفر على جميع المعلومات اللازمة للدراسة من خلال :

-توفر التقارير المالية المصرح بها و المنشورة في موقع المؤسسة.

-انتهاء السنة المالية في 31-12 من كل سنة .

-مؤسسة بيو فارم من بين المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة (2018-2021)

الجدول رقم: 01 بطاقة فنية لمؤسسة بيو فارم

معطيات	خصائص المؤسسة
تأسست عام 1991	تأسيس المؤسسة
مؤسسة ذات أسهم	الشكل القانوني
5 104 375 000 دينار جزائري	رأس مال المؤسسة
العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة	طبيعة العملية
أسهم عادية	طبيعة أسهم المؤسسة
20 أبريل 2016	تاريخ دخول البورصة
99 سنة	المدة القانونية للمؤسسة
لم تسجل أي أحداث استثنائية أو دعوى قضائية	الأحداث و النزاعات
18 المنطقة الصناعية، طريق المحطة حوش محي الدين، رغبة، الجزائر	المقر الاجتماعي للمؤسسة

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على

<https://www.biopharmdz.com/images/prospectus-en-arabe.pdf>

3-2. منهجية الدراسة: اعتمدنا في هذه الدراسة على منهج الحالة الواحدة ذو البعد الاستكشافي من

خلال اختيارنا لمؤسسة بيو فارم التي مكنتنا من تحليل البيانات المالية المتوفرة لديها.

3-3. مصادر جمع البيانات : اعتمادنا في هذه الدراسة على معلومات فعلية صحيحة (التقارير المالية) و المنشورة ،تتوفر على كافة البيانات المستعملة في دراسة أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسة خلال الفترة (2018-2021)، و قد تم الحصول على هاته البيانات من المصادر التالية :

-موقع بورصة الجزائر (www.sgbv.com) (Société de Gestion des Valeurs Boursières) بغرض الحصول على التفاصيل الخاصة بالمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر و التي تشمل: ¹⁵SAI ; ¹⁴BIO ; ¹³ALL ; ¹²AOM ; ¹¹AUR

-التقارير المالية للسنوات 2018-2019-2020-2021 و التي تم الحصول عليها من موقع مؤسسة بيو فارم (www.biopharmdz.com) من أجل حساب نسب المردودية المالية ،نسب المردودية الاقتصادية ، الرفع المالي ، بالاعتماد على ميزانية الأصول ، ميزانية الخصوم ، جدول حسابات النتائج ،بالإضافة إلى التقارير السنوية .

3-4. متغيرات الدراسة :

- **المتغير التابع :** يشمل المردودية و هو متغير كمي يتطلب بيانات مالية و محاسبية لقياسه ، يعتمد بالأساس على مخرجات القوائم المالية لحساب المردودية المالية و المردودية الاقتصادية .
- **المتغير المستقل :** يشمل الرفع المالي و هو يدرس أثر الاستعانة بالديون في المؤسسة ،باستخدام مخرجات القوائم المالية لمعرفة نسبة الديون من الأموال الخاصة .

¹¹ مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

¹² مؤسسة أوم أنفست

¹³ مؤسسة أليانيس للتأمينات

¹⁴ مؤسسة بيو فارم

¹⁵ مؤسسة صيدال

3-5. أهم المعطيات المحاسبية لمؤسسة بيو فارم خلال الفترة 2018-2021 : لمعرفة أثر الرفع المالي على مردودية مؤسسة بيو فارم يجب توفرنا على مجموعة من المعلومات المحاسبية قمنا باستخراجها من القوائم المالية للمؤسسة .

الجدول 02: معطيات محاسبية لمؤسسة بيو فارم خلال الفترة 2018-2021

الوحدة :ملايين دج

البيان/السنوات	2018	2019	2020	2021
الأصول الثابتة	8628	9673	11406	12535
الأصول المتداولة	6369	9735	10079	14797
قيم جاهزة	510	668	579	1350
الخصوم المتداولة	2615	2823	6324	11405
الأموال الخاصة	12144	13066	11687	11852
الاستدانة الصافية	3008	3039	4051	4860
النتيجة التشغيلية	3938	3643	1595	3395
النتيجة الصافية	4568	3039	1556	3100

من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة بيو فارم (2018-2021)

يوضح الجدول رقم (01) معطيات محاسبية لمؤسسة بيو فارم خلال الفترة الممتدة بين (2018-2021) حيث يمكن تحليل أهم معطيات المؤسسة كالتالي :

النتيجة التشغيلية: التي تعرف بالنتيجة التشغيلية و التي تعبر عن نتيجة الدخل الذي تحققه المؤسسة خلال دورة تشغيلية من مجموع العمليات و الأنشطة قبل خصم التكاليف و الأعباء الضريبية ، شهدت تدهور ملحوظ خلال فترة الدراسة إذ بلغت سنة 2018 ما قيمته 3938 مليون دينار جزائري ثم عرفت انخفاضا خلال السنوات الأخرى حيث سجلت قيمة 1556 مليون دينار جزائري سنة 2020 أي

بنسبة انخفاض قدر بحوالي 40%، يعود هذا الانخفاض حسب تقارير المؤسسة إلى تأثير وباء كورونا على النتائج السنوية للمؤسسة .

النتيجة الصافية: هي نتيجة تعبر عما حقته المؤسسة خلال دورة استغلال ،حيث في حالة مؤسسة بيو فارم شهدت هذه النتيجة قيم متدهورة خلال فترة الدراسة و بالتالي تدهور نتيجة المؤسسة ،شهدت انخفاضا سنة بعد سنة إذ سجلت سنة 2018 قيمة 4568 مليون دينار جزائري لتتخفص إلى 1556 مليون دينار جزائري سنة 2020 و هي فترة عرفت اشتداد أزمة كورونا و بعدها ارتفعت 2021 بنسبة حوالي 90% عن سنة 2020 و يرجع ذلك إلى ارتفاع مبيعات المؤسسة .

6.3. نتائج دراسة أثر الرفع المالي على مردودية مؤسسة بيو فارم و عتبة المردودية و درجة الرفع التشغيلي:

1.6.3. المردودية المالية لمؤسسة بيو فارم خلال الفترة 2018-2021 : لمعرفة المردودية المالية للمؤسسة يجب حساب نسبة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة، و الجدول (02) يوضح نسب المردودية المالية خلال الفترة 2018-2021.

الجدول 03: نسبة المردودية المالية في مؤسسة بيو فارم خلال الفترة (2018-2021)

الوحدة :ملايين دج

البيان/السنوات	2018	2019	2020	2021
النتيجة الصافية	4568	3857	1556	3100
الأموال الخاصة	12144	13066	11687	11852
المردودية المالية	37,61%	29,52%	13,31%	26,15%

من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الجدول (02)

النتائج المتحصل عليها عند حساب المردودية المالية للمؤسسة خلال 2018-2021 كانت كالآتي :
تراوحت نسب المردودية المالية خلال سنوات الدراسة بين 13,31% و 37,61% وهي قيم موجبة إلا أن هذه النسب عرفت انخفاضا سنتي 2019-2020 بنسبة 25% لتشهد ارتفاعا سنة 2021 ،تفسر هذه

النتائج إلى تدهور النتيجة الصافية المحققة خلال هذه الفترة ، و حسب التقارير السنوية للمؤسسة أشارت إلى أن الظروف الناتجة عن الوباء هي التي أدت إلى هذا الانخفاض في نتيجة المؤسسة و بالتالي انخفاض المردودية المالية و هذا ما تبين سنة 2021 حيث استطاعت المؤسسة تحقيق مردودية مالية تقدر ب 26,15% أي زيادة بنسبة 12,84% عن سنة 2020 .

2.6.3. المردودية الاقتصادية لمؤسسة بيو فارم خلال الفترة (2018-2021) : لحساب نسب المردودية الاقتصادية لمؤسسة بيو فارم يجب حساب نسب الأصول الاقتصادية من النتيجة التشغيلية حيث :

الجدول 04 : نسبة المردودية الاقتصادية في مؤسسة بيو فارم خلال الفترة (2018-2021)
الوحدة :ملايين دج

البيان /السنوات	2018	2019	2020	2021
النتيجة العملياتية	3938	3643	1595	3395
الأصول الثابتة	8628	9673	11406	12535
الاحتياج في رأس المال العامل ¹⁶	3706	6992	4309	4177
الأصول الاقتصادية ¹⁷	12334	16665	15715	16712
المردودية الاقتصادية ¹⁸	31,93%	21,86%	10,15%	20,31%

من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

توضح النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم (03) أن مؤسسة بيو فارم حققت مردودية اقتصادية موجبة خلال فترة الدراسة، و هذا راجع إلى أن أصول المؤسسة في نمو مستمر، ما يفسر أن المؤسسة تسعى إلى توسيع نطاق أعمالها حيث أن كل دينار مستثمر من الأصول يؤدي إلى تحقيق مردودية ، وفي حالة

¹⁶ الاحتياج في رأس المال العامل¹ = (الأصول المتداولة - القيم الجاهزة) - (الخصوم المتداولة - خزانة الخصوم) .

¹⁷الأصول الاقتصادية² = الأصول الثابتة + الاحتياج في رأس المال العامل.

¹⁸المردودية الاقتصادية³ = النتيجة العملياتية / الأصول الاقتصادية.

المؤسسة محل الدراسة كانت المردودية المحققة على التوالي: 31,93%، 21,86%، 15,10% و 21,31%، لكن و حسب التقارير السنوية للمؤسسة يعود سبب انخفاض المردودية رغم قيمها الموجبة إلى ظروف خارجية، خاصة و أن فترة الدراسة التي اعتمدها تشمل أزمة الوباء التي شهدها العالم .

3.6.3. أثر الرفع المالي على مؤسسة بيو فارم خلال 2018-2021 :

الجدول 05 : أثر الرفع المالي في مؤسسة بيو فارم خلال الفترة (2018-2021)

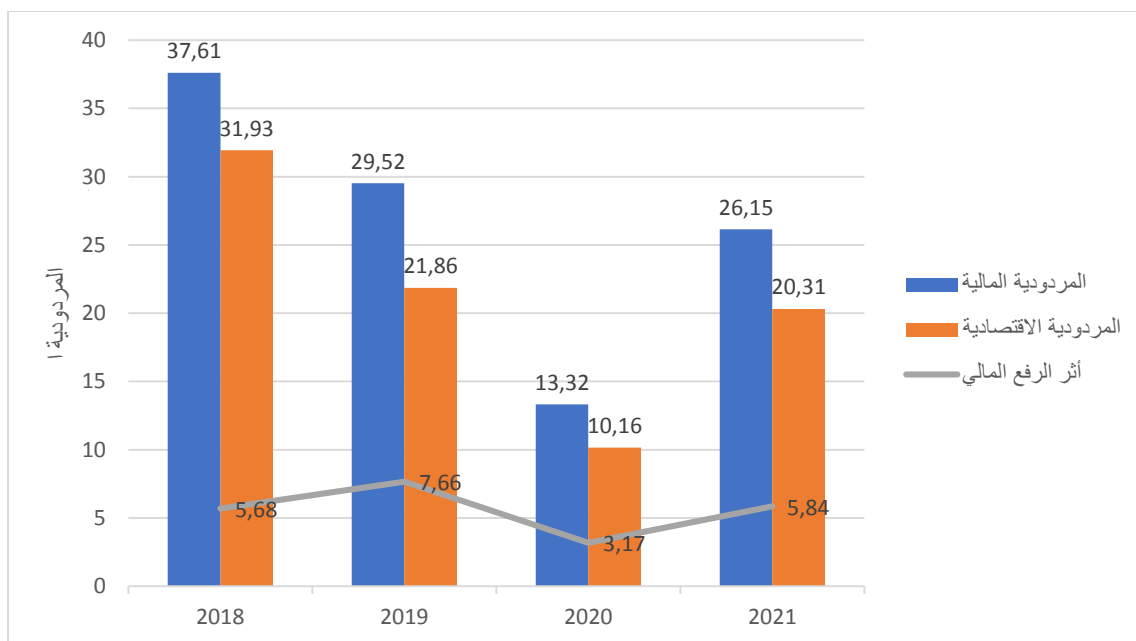
الوحدة :ملايين دج

البيان /السنوات	2018	2019	2020	2021
الأموال الخاصة	12144	13066	11687	11852
الاستدانة الصافية	3008	3039	4051	4860
المردودية المالية	37,61%	29,52%	13,32%	26,15%
المردودية الاقتصادية	31,93%	21,86%	10,15%	20,31%
أثر الرفع المالي	5,68%	7,66%	3,17%	5,84%

من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم (04) توضح أن أثر الرفع المالي كان موجبا خلال فترة الدراسة إذ يتراوح بين 3,17% و 7,66% ما يعني أن استخدام الديون كان له أثر إيجابي في مؤسسة بيو فارم على معدل المردودية المالية و بالتالي زيادة عوائد المساهمين، كما أن المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة و هذا ما جعل نسب الرفع المالي تسجل قيم موجبة.

الشكل 01: أثر الرفع المالي لمؤسسة بيو فارم خلال الفترة 2018-2021



من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الجدول (04)

يوضح البيان الفرق بين المردودية المالية و المردودية الاقتصادية الذي يسمح لنا بمعرفة أثر الرفع المالي، حيث أن مؤسسة بيو فارم حققت أثر رفع مالي موجب نتج عن تحقيق نسب مردودية مالية أكبر من نسب المردودية الاقتصادية ، و هو ما يفسر سياسة الاستدانة التي اعتمدتها مؤسسة بيو فارم خلال الفترة الممتدة بين 2018-2021 و التي كانت مدروسة بشكل جيد .

4.6.3..قياس عتبة المردودية ودرجة الرفع التشغيلي في مؤسسة بيو فارم خلال الفترة (2018-2021):

• قياس عتبة المردودية:

الجدول رقم:06 قياس عتبة المردودية في مؤسسة بيو فارم خلال (2018-2021)
الوحدة :ملايين دج

البيان /السنوات	2018	2019	2020	2021
رقم الأعمال	63055	67838	71475	82139
تكاليف ثابتة	1192	1282	1408	1681

3362	3003	4925	5130	الهامش على التكلفة المتغير ¹⁹
4,09	4,20	7,26	8,14	معدل الهامش على التكلفة المتغيرة ²⁰
41069	33512	17658	14651	عتبة المردودية ²¹

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة بيو فارم

يوضح لنا الجدول رقم (03) تغير قيم الهامش على التكلفة المتغيرة، حيث سجل أكبر هامش خلال فترة الدراسة ما قيمته 5130 مليون دينار جزائري سنة 2018 ثم انخفضت بشكل واضح خلال السنوات 2020 و 2021 .

كما نجد أن رقم الأعمال المؤسسة في تطور ملحوظ من سنة 2018 بقيمة 63055 مليون دينار جزائري إلى سنة 2021 بزيادة تفوق 19000 مليون دينار جزائري، مما زاد من قيم عتبة المردودية خلال فترة الدراسة ما يفسر أن مؤسسة بيو فارم تحقق أرباح كلما زادت من مبيعات المؤسسة بهامش أكبر و هو ما يسمى بهامش الأمان .

• قياس الرفع التشغيلي :

الجدول رقم (07): قياس الرفع التشغيلي في مؤسسة بيو فارم خلال الفترة (2018-2021):

2021	2020	2019	2018	البيان / السنوات
82139	71475	67838	63055	رقم الأعمال
1681	1408	1282	1192	التكاليف الثابتة
41069	33512	17658	14651	عتبة المردودية
41070	37963	50180	48404	هامش الأمان ²²
3395	1595	3643	3938	النتيجة التشغيلية
0,99	1,88	1,35	1,30	درجة الرفع التشغيلي ²³

¹⁹الهامش على التكلفة المتغيرة = النتيجة التشغيلية + التكاليف الثابتة

²⁰معدل الهامش على التكلفة المتغيرة⁵=الهامش على التكلفة المتغيرة / رقم الأعمال

²¹عتبة المردودية = رقم الأعمال × التكاليف الثابتة / الهامش على التكاليف المتغيرة

²²هامش الأمان = رقم الأعمال - عتبة المردودية

²³ درجة الرفع التشغيلي = الهامش على التكلفة المتغيرة / النتيجة التشغيلية

المصدر : من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج الجدول رقم (05)

يوضح الجدول رقم (06) نسب الرفع التشغيلي الذي يقيس حساسية المؤسسة حسب تقلبات المبيعات ، إذ يعتمد بالأساس على التكاليف الثابتة فإذا كان للمؤسسة تكاليف ثابتة عالية ، فستكون الرافعة التشغيلية عالية أيضا . في حالة مؤسسة بيو فارم نجد أنه خلال سنة 2018 سجلت الرافعة التشغيلية نسبة 1,30 تم ارتفعت سنتي 2019 و 2020 مع ارتفاع كل من رقم الاعمال و التكاليف الثابتة، إلا أننا يمكننا القول أن درجة مخاطر التشغيل التي تتحملها مؤسسة بيو فارم معتدلة نسبيا كون وزن التكاليف الثابتة منخفض في هيكل تكاليف المؤسسة.

7.3. تحليل و مناقشة نتائج الدراسة : تطرقنا من خلال هذه الدراسة إلى أثر سياسة التمويل بالاستدانة (الرفع المالي) على المردودية (المالية و الاقتصادية) لمؤسسة بيو فارم خلال الفترة 2018-2021 و توصلنا إلى النتائج التالية:

- تحقيق نسب مردودية مالية موجبة خلال فترة الدراسة مع تسجيل أدنى نسبة مردودية مالية سنة 2020؛
- تسجيل نسب مردودية اقتصادية موجبة خلال فترة الدراسة مع تسجيل أدنى نسبة مردودية مالية سنة 2020؛
- هناك أثر إيجابي بين الرفع المالي والمردودية المالية والاقتصادية لمؤسسة بيو فارم وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى؛
- حققت مؤسسة بيو فارم أثر رفع مالي موجب خلال الفترة 2018-2021 ما يفسر أن لجوء المؤسسة للاستدانة قرار صائب يزيد من مردوديتها وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية؛
- بلوغ عتبة المردودية لمؤسسة بيو فارم ينتج عنه علاقة عكسية بين هامش الأمان و درجة الرفع التشغيلي.

-يمكن تبرير النتائج المتحصل عليها على النحو التالي:

• كانت نتائج دراسة أثر الرفع المالي على مؤسسة بيو فارم خلال الفترة 2018-2021 مدعمة لفرضيات الدراسة التي نصت على وجود علاقة إيجابية بن الرفع المالي و مردودية المؤسسة ،حيث عندما لجأت هذه الأخيرة للاستدانة استطاعت تحقيق مردودية مالية و اقتصادية موجبة ما يشير إلى صحة القرار الذي اتخذته المؤسسة، حيث أن قرار التمويل بالاستدانة في مؤسسة بيو فارم كان له اثر إيجابي على مردودية المؤسسة، و بالتالي يمكننا القول أن مؤسسة بيو فارم تتماشى مع نظرية العلاقة التوازنية التي جاء بها (David Durand 1959) و (Baxter 1967) و التي تنص على أنه استخدام الديون يزيد من مردودية المؤسسة و لكن في حدود معينة فمن خلال النتائج المحققة في المؤسسة يتضح التحكم الجيد في الإدارة المالية للمؤسسة، و بما أن الرفع المالي يعبر عن الفرق بين معدلي المردودية المالية و المردودية الاقتصادية فيمكننا القول أن المؤسسة حققت رفع مالي موجب لأن المردودية المالية فاقت المردودية الاقتصادية، و من خلال نسب المردودية المتحصل عليها في مؤسسة بيو فارم ، يتبين أن سياسة تمويلها كانت مدروسة، حيث بالرغم من الضغوطات التي فرضها وباء كورونا على تسيير المؤسسة إلا أننا نجد أن كل من إجمالي الأصول و رقم الأعمال في تزايد ما يعني أن المؤسسة تسعى إلى توسيع نطاق أعمالها، تتوافق هذه النتائج مع النتائج المتوصل إليها في دراسة بن ناصر عبد الكريم(2023) في المؤسسات الاقتصادية الخدمية، كما أنها تتنافى مع دراسة (Musfiqur Rahman and all 2020) على عينة من المؤسسات في قطاع الأنسجة ببغلايش؛

• يعود تحقيق نسب مردودية مالية موجبة خلال فترة الدراسة إلى النتيجة الصافية الموجبة المحققة في المؤسسة، باعتبارها مؤشر مهم يتم من خلاله قياس مردودية عناصر الأصول الثابتة حيث شهدت تدهور سنتي 2019-2020، بسبب انخفاض النتيجة الصافية للمؤسسة و يعود ذلك إلى وباء كورونا الذي فرض تغيرات على جميع الأصعدة في العالم؛

• يعود تحقيق مردودية اقتصادية موجبة لمؤسسة بيو فارم على وجود علاقة طرية بين الأصل الاقتصادي والمردودية الاقتصادية، كما يعود سبب تدهورها خلال فترة 2019-2020 إلى فترة اشتداد وباء كورونا بالرغم من جهود المؤسسة في زيادة لأصولها؛

• تعتمد مؤسسة بيو فارم في تمويل عملياتها على التنويع بين الأموال الخاصة و الاستدانة حيث يعود زيادة نسبة أثر الرفع المالي سنة 2019 إلى تحقيق مردودية مالية واقتصادية متقاربة نتيجة لجوء المؤسسة للاستدانة على إثر الدعم الذي قدمته الجهات المختصة لمواجهة صدمة وباء كورونا، حيث

تتتافى نتائج الدراسة مع دراسة بلخير بكاري (2017) الذي طبقت على عينة من المؤسسات في حاسي مسعود و توصلت إلى علاقة عكسية بين الرفع المالي و المردودية المالية بسبب ارتفاع المصاريف المالية و ضعف نسب الديون المالية.

- يعود بلوغ المؤسسة لعتبة المردودية إلى رقم الأعمال المحقق خلال فترة الدراسة و الذي سجل قيم متزايدة بالرغم من تزايد قيم التكاليف؛
- درجة مخاطر التشغيل في مؤسسة بيو فارم معتدلة نسبيا، و هذا راجع إلى أن وزن التكاليف الثابتة منخفض في هيكل التكاليف الاجمالية للمؤسسة.

4. خاتمة:

إن دراسة أثر القرارات التمويلية على مردودية المؤسسات الاقتصادية من المواضيع الهامة في الإدارة المالية خاصة و أن الهدف الأساسي في المؤسسات الاقتصادية هو تعظيم الأرباح و تدنية التكاليف، و لبلوغ هذا الهدف وجب البحث في العوامل التي تؤثر إيجابا في تحقيق المؤسسة لمردودية مرجوة بهدف فرض استمراريته و مواجهة العوامل التي تؤثر عليها سلبا و معالجتها. ولقد حاولنا من خلال هذه الورقة البحثية معالجة موضوع أثر سياسة الرفع المالي على مردودية مؤسسة بيو فارم خلال الفترة 2018-2021 وتوصلنا إلى جملة من النتائج، نذكر أهمها فيما يلي:

- تحقيق نسب مردودية مالية موجبة ، و التي شهدت تدهور سنتي 2019-2020، بسبب انخفاض النتيجة الصافية للمؤسسة بسبب وباء كورونا .
- تحقيق مردودية اقتصادية موجبة لمؤسسة بيو فارم ، والتي شهدت هي الأخرى تدهور خلال فترة 2019-2020 ، بسبب فترة اشتداد وباء كورونا بالرغم من جهود المؤسسة في زيادة لأصولها؛
- وجود أثر إيجابي بين الرفع المالي و المردودية المالية و الاقتصادية لمؤسسة بيو فارم؛
- يعرف الرفع المالي على أنه الفرق بين المردودية المالية و المردودية الاقتصادية و التي عرفت زيادة سنة 2019 بسبب تحقيق مردودية مالية و اقتصادية متقاربة ؛

- صحة قرار مؤسسة بيو فارم في اللجوء للاستدانة و الذي نتج عنه زيادة في مردودية المؤسسة خلال الفترة 2018-2021؛

- التحكم الجيد في الإدارة المالية للمؤسسة بالرغم من الضغوطات التي فرضها الوباء على تسيير المؤسسة؛

- مخاطر التشغيل في مؤسسة بيو فارم معتدلة نسبيا ؛

- بلوغ عتبة المردودية لمؤسسة بيو فارم ينتج عنه علاقة عكسية بين هامش الأمان و درجة الرفع التشغيلي.

4-1. التوصيات:

- يتم تقييم أداء المؤسسات و معرفة تأثير الرفع المالي من خلال المعلومات المالية ولهذا يجب أن تتسم بالملائمة و الموثوقية من أجل اتخاذ القرار المناسب للمؤسسة؛

- قبل اللجوء للاستدانة يجب على متخذي القرار في المؤسسة دراسة تأثير الشروط المالية على سلوكها الاستداني و إمكانية مواجهته ؛

- الحرص على تحقيق نتيجة عملياتية موجبة خاصة و أنها مرتبطة بحساب مردودية المؤسسة المالية و الاقتصادية.

- الحرص على زيادة نمو نشاط المؤسسة ؛

- العمل على تحقيق قيم إجمالية صافية متزايدة بهدف تحسين مردودية المؤسسة ؛

- الحرص على تحقيق عتبة مردودية عالية من أجل تحقيق هامش أمان كبير يضمن للمؤسسة الابتعاد عن دائرة الخطر.

4-2. آفاق الدراسة:

نظرا لاستحالة معالجة موضوع الرفع المالي و المردودية من كل الجوانب ،نقترح بعض العناوين في هذا المجال كدراسات مستقبلية:

✓ أثر الرفع المالي على مردودية المؤسسات غير المدرجة في السوق المالي.

- ✓ أثر المفاضلة بين التمويل التقليدي و التمويل الإسلامي على مردودية المؤسسات الاقتصادية .
- ✓ أثر سياسة الرفع المالي على المؤسسات الناشئة .

5. قائمة المراجع:

- العامري، م. ع. (2007). الإدارة المالية. عمان، الأردن: دار المناهج للنشر و التوزيع.
- عدنان تائه النعيمي و آخرون، (2007)، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، الطبعة الأولى، الأردن ، عمان، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة.
- مليكة زغيب ، ميلود بوشينقر. (2011). التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد. بن عكنون، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية.
- Vernimmen Pierre, (2009) , Finance d'entreprise ,(éd. Dollaz), Paris.
- إلياس بن ساسي و آخرون، (2022)، التسيير المالي الإدارة المالية دروس و تطبيقات ،الطبعة الرابعة ،عمان ،الأردن، دار وائل للنشر و التوزيع.
- منير شاكر، (2018) ، تحليل مالي-مدخل صناعة القرارات ،طبعة 2018، عمان ، الأردن، دار وائل للنشر.
- علي عباس، (2008)، الإدارة المالية ،الطبعة الأولى ، عمان، الأردن ، دار الميسرة للنشر و التوزيع.
- أبو الفتوح فضاله، (1999) ،التحليل المالي و إدارة الأموال، بيروت ، لبنان ،دار الكتب العلمية.

- نشأت حكمت عليوي، (2019)، أثر الرفع المالي على الاداء المالي في شركات المساهمة العامة ، قسم المحاسبة ، كلية الاعمال ، جامعة الشرق الأوسط ،الأردن.
- جميل حسن النجار،(2013)،مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة - دراسة اختبارية، مجلة جامعة الأزهر (غزة) سلسلة العلوم الإنسانية ،المجلد 15،العدد 01 ص 287
- سلوى صويلح ،(2018)،أثر الرافعة المالية في تشخيص الخطر المالي للمؤسسة الاقتصادية ، قسم إدارة مالية، علوم التسيير، جامعة الصديق بن يحي، جيجل ، الجزائر.
- عبد الوهاب دادن، (2004)، نحو مقارنة لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية، قسم الاقتصاد، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر 1.
- إيمان تيقرين، قرash محمد، (2021). تأثير سياسة الرفع المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية خلال 2014-2017. مجلة التكامل الاقتصادي ،المجلد 09،العدد 03 ، ص 333-348.
- دراسة بن ناصر عبد الكريم،(2023)، أثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسات الاقتصادية الخدمية، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية و الاقتصادية ،المجلد 12،العدد 1، ص 504-523
- دراسة بلخير بكاري،(2017) ،دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية دراسة عينة من المؤسسات في حاسي مسعود خلال الفترة الممتدة بين 2009 - 2014 ، مجلة دراسات، العدد الاقتصادي ،المجلد 8، العدد 1،جامعة الأغواط.
- فاطمة بوهالي، (2018)، إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية - حالة عدد من المؤسسات الاقتصادية، مجلة الحقوق و العلوم الإنسانية، المجلد 35، العدد (01) ، ص 416-418.

- مفتاح فاخر بوفرنه ،(2019)، مناهج البحث في دراسات الهيكل التمويلي، مجلة جامعة بنغازي العلمية، المجلد 32 ، العدد (01)، ص 178-179.
- *Baxter Nevis ,(1967),Leverage Risk of ruin and the cost of capital. Journal of finance, Vol 22,issus 03,pp 395-403.*
- *Myers.S ,and Majluf.S ,(1894),corporate financing and investment decisions when firm has information that inverstors do not have. journal of financial economics, vol13, issue 02, pp 187-221.*
- *Md .Musfiqur Rahman and all,(2020), Impact of Financial Leverage on Firm's Profitability :An Empirical Evidence from Listed Textile Firms of Bangladesh Journal of Business Economics and Environmental studies, vol 10;numero 02.pp23-31*
- *Modigliani F and Miller M , (1958). the cost of capital corporation finance and theory of investment. American economic review ,Vol 48, issue 3 , pp 261-297.*
- *Panova E , (2020) ,Determinants of capital structure in Russian small and medium manufacturing enterprises Equilibrium.Quarterly Journal of Economics and Economic Policy ,Vol 15, issue 2, pp 361-375.*
- <https://biopharmdz.com/index.php/fr/investissement/communiquer/245-biopharm-publie-son-rapport-annuel-de-gestion-2018>

- <http://biopharmdz.com/images/Rapportannuel2019.pdf>
- <https://www.biopharmdz.com/images/RapportAnnuelGesstion2020.pdf>
- <https://www.biopharmdz.com/images/RapportAnnuelGesstion2021.pdf>
- <https://www.sgbv.dz/ar/>
- <https://www.biopharmdz.com/images/prospectus-en-arabe.pdf>