



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات استكمال شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الشعبة: العلوم المالية والمحاسبية

التخصص: محاسبة وتدقيق

أثر سياسة الاستدانة على سيولة المؤسسة الاقتصادية
-دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة
(2015-2017) -

إشراف الأستاذة:

☆ بديدة حورية

إعداد الطالبات:

☆ أميرة سالمي ☆ الشيماء نوبلي

☆ هبة الرحمان بن عيسى ☆ وسام مستيري

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الدرجة العلمية	الصفة
خالدي رشيدة	أستاذ محاضر ب	رئيساً
عابي خليفة	أستاذ محاضر أ	مناقشاً
بديدة حورية	أستاذ مساعد أ	مشرفاً ومقرراً
الباي محمد	أستاذ محاضر أ	مساعد المشرف

السنة الجامعية: 2018/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ ۚ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ﴾

سورة المجادلة: الآية 11

قال رسول الله ﷺ

« مَنْ سَلَكَ طَرِيقًا يَبْتَغِي فِيهِ عِلْمًا سَهَّلَ اللَّهُ لَهُ طَرِيقًا إِلَى الْجَنَّةِ، وَإِنَّ الْمَلَائِكَةَ لَتَضَعُ أَجْنَحَتَهَا لِطَالِبِ الْعِلْمِ رِضًا بِمَا يَصْنَعُ، وَإِنَّ الْعَالِمَ لَيَسْتَغْفِرُ لَهُ مَنْ فِي السَّمَوَاتِ وَمَنْ فِي الْأَرْضِ حَتَّى الْحِيتَانُ فِي الْمَاءِ، وَفُضِّلَ الْعَالِمُ عَلَى الْعَابِدِ كَفَضْلِ الْقَمَرِ عَلَى سَائِرِ الْكَوَاكِبِ، وَإِنَّ الْعُلَمَاءَ وَرَثَةُ الْأَنْبِيَاءِ وَإِنَّ الْأَنْبِيَاءَ لَمْ يُورَثُوا دِينَارًا وَلَا دِرْهَمًا وَإِنَّمَا وَرَثُوا الْعِلْمَ، فَمَنْ أَخَذَهُ أَخَذَ بِحِطِّ وَافِرٍ » رواه أبو داود والترمذي

الإهداء

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى من لم تسعها الدنيا يومَ سكنتُ روحها وحملتني وهنأً على وهن

ماما

إلى من يشجعني دائما على المضي قدما صاحب الجودِ

أبي

إلى من أشد بهم أزمي إخوتي... وفقهم الله في مشوارهم الدراسي

محسن* عبد الحفيظ* رياض

إلى الزوج الصالح الذي كان ولم يزل لي رمز الصمود والعطاء

محمد عرفات

إلى من وسعهم قلبي وعقلي ولم يسعهم قلبي

كافة عائلة سالمى* لموشية* زيدان

إلى صديقات العمر اللواتي تقاسمت معهن أجمل سنوات الدراسة

عبير* مروة* شماء* وسام

وفي الأخير

إلى كافة دفعة سنة ثانية تدقيق محاسبي 2019/2018

الحمد لله الذي تتم بنعمته الصالحات

تم إنهاء مشروع تخرجي بنجاح أهدي تخرجي وثمره تعبى إلى من أخص الله الجنة تحت قدميها ومن دعاؤها
أنار لي دربي وحياتي أُمي الغالية

إلى الرجل الذي أفني حياته من أجلنا والذي بذل جهد السنين من أجل أن اعتلي سلالم النجاح
أبي الغالي

حفظكم الله ورعاكم وجزاكم عنا كل خير أشكركم من أعماق قلبي ساندتموني ووقفتم بجانبى طيلة حياتي

وإلى أغلى ما املك اخوتي " رميضاء هاجر محمد يوسف "

وإلى الرجل الذي ساندني ومن كان لي خير رفيق في هذا الدرب زوجي وشريك حياتي

" خير الدين فرحات " شكرا لك من أعماق قلبي على عطائك الدائم

وإلى ابني فلذة كبدي وقرة عيني " محمد رائد "

وإلى زميلاتي بالمشروع " أميرة وسام هبة "

وإلى أعز صديقاتي " أميرة عبير رميضاء منال "

وإلى اساتذتي الأفاضل

إهداء

إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله وأدامهما لي

إلى إخوتي الأعزاء كلا باسمه

إلى كل الأهل والأقارب

إلى كل من علمني حرفا

إلى من شاركني في إنجاز هذه المذكرة

إلى كل أصدقائي في مشواري الدراسي

أهدي هذا العمل المتواضع

هبة الرحمة



الحمد لله الذي سخر لنا هذا وما كنا له مقرنين

الى التي حملتني وبكت من أجلى في صمت الى التي أهدتها الحياة التعب والحرمان فأهدتني الدفء والحنان الى التي خصها الله بالشرف الرفيع والعز المنيع، الى التي يحرقها الشوق لنجاحي الى التي يورقها الخوف من فشلي الى التي ضحت وفتحت لي أبواب النجاح وكانت بدعائها في الليل والنهار سر نجاحي الى التي تحمل أحلى الكلمات في الوجود وان أكون قد نلت رضاها، إليك يا أغلى شيء في الوجود

إليك يا حبيبتي حفظك الله أُمِّي "نورة"

الى من شق طريق نجاحي الى رمز العطاء، الى من تعب وضحي وصولي الى هذه المرحلة الى الذي علمني معنى التعب والشقاء للوصول الى المبتغى الى الذي كابده الشدائد وكان عرق جبينه منير دربي الى من ساندني وكان شمعة تحترق لتضيء طريقي الى من أكن له مشاعر الاحترام والتقدير والعرفان

إليك أُمِّي العزيز حفظك الله "الحاج"

الى إخوتي الذين قاسموني حلاوة ومرارة الحياة "بدري وسوسن وهالة وخديجة" حفظكم الله.
الى من حصد الأشواك عن دربي لي يمهد لي طريق العلم زوجي العزيز "محمد لمين"
الى ام زوجي الغالية وأبو زوجي الغالي حفظهم الله واطال الله في عمرهم يا رب.

الى من رافقوني في مشوار دراستي وتقاسمنا العمل وكانوا سندي في السراء والضراء أخواتي وأحبتي

"اميرة، هبة، شيماء"

ادعوا لله أن يسمعني عنهم اخبار الخير وأن تبقى صداقتنا للعمر.

الى كل هؤلاء أفف وقفة فخر واعتزاز واهدي لهم ثمرة سنين دراسة هذه المذكرة.

الشكر والعرفان

تَقَرَّباً مِنَّا لِشُكْرِ اللَّهِ سُبْحَانَهُ وَتَعَالَى، لِأَنَّهُ مَنْ لَمْ يَشْكُرِ الْخَلْقَ لَمْ يَشْكُرِ الْخَالِقَ

"كن عالماً... فإن لم تستطع فكن متعلماً، فإن لم تستطع فأحب العلماء، فإن لم تستطع فلا

تبغضهم"

بعد رحلة بحث وجهد واجتهاد تكللت بإنجاز هذا البحث، نحمد الله عز وجل على نعمه

التي مَنَّ بها علينا

كما لا يسعنا إلا أن نخص بأسمى عبارات الشكر والتقدير والعرفان للأستاذة التي شرفتنا

بإشرافها على هذا العمل والتي لم تبخل علينا بملاحظات وتوجيهاتها السديدة والقيمة

الأستاذة "حورية بديدة"

ومن هذا المقام لا يفوتنا أن نقدر حرص الطيبين لما بذلوه من جهد وما قدموه من

خدمات وتسهيلات و مساعدة في تذليل الصعاب

الأستاذ مساعد المشرف "محمد الباي"

كما نتقدم بالشكر الجزيل لكل من أسهم في تقديم يد العون لنا ونخص بالذكر أساتذتنا

الكرام الذين أشرفوا على تكوين

دفعة محاسبة وتدقيق للموسم الجامعي 2019/2018

وإلى كل من زرعوا التفاؤل في دروبنا فلهم منا كل الشكر والتقدير والامتنان

إلى كل هؤلاء جزاهم الله عنا خير جزاء و وفقهم لكل ما هو خير



الملخص

تهدف هذه الدراسة لقياس أثر سياسة الاستدانة على سيولة المؤسسة وذلك بتطبيقها على الشركات المدرجة في بورصة دبي، وتمثلت عينة الدراسة من 76 مؤسسة مدرجة في بورصة دبي اخترنا منها 22 مؤسسة كعينة نهائية والتي توفرت فيها جميع الشروط المطلوبة، وذلك من أجل دراسة واختبار العلاقة بين "سياسة الاستدانة" كمتغير مستقل المعبر عنها بمجموعة من النسب المالية و"سيولة المؤسسة" كمتغير تابع والمعبر عنها بنسبة التداول، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2015 الى غاية 2017، حيث استخدمنا من خلال هذه الدراسة ثلاث نماذج إحصائية والمتمثلة في: نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج التأثيرات العشوائية REM، نموذج التأثيرات الثابتة FEM، بواسطة نموذج تحليل البيانات Panel Data بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10 وبرنامج Microsoft EXCEL لمعالجة المعطيات.

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى وجود علاقة تأثير عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبتي (إجمالي الديون/ إجمالي الأصول)، (ديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول) ونسبة التداول، ووجود علاقة تأثير عكسية ذات دلالة إحصائية أيضا بين كل من (نسبة تدفق خزانة الاستغلال/ إجمالي الديون) ونسبة التداول.

الكلمات المفتاحية: سياسة الاستدانة، هيكل المالي، سيولة المؤسسة، نسب المديونية، نسب السيولة، بورصة دبي.

Abstrace :

The objective of this study is to measure the impact of the leveraging policy on the liquidity of the institution by applying it to companies listed on the Dubai Stock Exchange. The sample of the study consisted of 76 companies listed on the Dubai Stock Exchange. We selected 22 companies as a final finalized sample in which all the required conditions were met. The 'debt policy' as an independent variable expressed in a series of financial ratios and 'liquidity of the institution' as a dependent variable and expressed in the trading rate, during the period from 2015 to 2017. In this study we used three statistical models: PRM and Model The effects of random REM, the FEM model, by the Data Analysis model based on the Eviews10 statistical program and the Microsoft EXCEL data processing program.

In this study, we found a statistically significant adverse effect relationship between the ratios of total debt / total assets (long-term debt / total assets) and the ratio of trading and the existence of a statistically significant inverse relation between Treasury utilization / total debt) and trading ratio.

Keywords : Credit Policy, Financial Structure, Liquidity of the Corporation, Debt Ratios, Liquidity Ratios, Dubai Stock Exchange.

الصفحة	العنوان
	الاهداء
	الشكر والعرفان
	الملخص
I- II	قائمة المحتويات
III	قائمة الجداول
IV	قائمة الاشكال
V	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
01	الفصل الأول: الأسس النظرية والدراسات السابقة لسياسة الاستدانة وسيولة المؤسسة
02	تمهيد
03	المبحث الاول: الأدبيات النظرية لسياسة الاستدانة والسيولة
03	المطلب الأول: الإطار النظري لسياسة الاستدانة
03	الفرع الأول: تعريف سياسة الاستدانة وأهميتها
05	الفرع الثاني: أنواع سياسات الاستدانة ونسبها
10	الفرع الثالث: حدود الاستدانة
10	الفرع الرابع: مفهوم الهيكل المالي ونظرياته
12	المطلب الثاني: الإطار النظري للسيولة
12	الفرع الأول: تعريف السيولة وأهميتها
14	الفرع الثاني: نسب السيولة وأضرارها
17	المبحث الثاني: بعض الدراسات السابقة التي تناولت سياسة الاستدانة والسيولة
17	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية
17	الفرع الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية
23	الفرع الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
25	المطلب الثاني: تقييم الدراسات وإسقاطها على دراستنا الحالية
25	الفرع الأول: دراسة أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة
29	الفرع الثاني: محل دراستنا الحالية من الدراسات السابقة

قائمة المحتويات

31	خلاصة الفصل الأول
32	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير سياسة الاستدانة على سيولة المؤسسة
33	تمهيد
34	المبحث الأول: الطريقة والأدوات
34	المطلب الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة
34	الفرع الأول: مجتمع الدراسة
37	الفرع الثاني: عينة الدراسة
39	المطلب الثاني: متغيرات وأدوات الدراسة
39	الفرع الأول: مصادر البيانات ومتغيرات الدراسة
41	الفرع الثاني: فرضيات وأدوات الدراسة
42	المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها
42	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة التطبيقية
42	الفرع الأول: عرض نتائج مصفوفة الارتباط
43	الفرع الثاني: النماذج الانحدارية لسيولة المؤسسة بدلالة نسب الاستدانة
44	الفرع الثالث: اقتراح نماذج قياسية لسيولة المؤسسة بدلالة نسب الاستدانة
45	الفرع الرابع: نتائج النماذج الانحدارية بعد اختيار المعادل الأفضل
47	الفرع الخامس: نتائج اختبار النموذج الأمثل
53	المطلب الثاني: مناقشة النتائج
55	خلاصة الفصل الثاني
56	الخاتمة
60	قائمة المراجع
65	الملاحق

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
26	يلخص الدراسات السابقة باللغة العربية	1.1
28	يلخص الدراسات السابقة باللغة الأجنبية	2.1
37	جدول يوضح عملية اختيار العينة	1.2
38	مؤسسات عينة الدراسة حسب القطاعات	2.2
42	مصفوفة معاملات الارتباط	3.2
43	نتائج النماذج الانحدارية لسيولة المؤسسة بدلالة نسب الاستدانة	4.2
45	جدول يوضح كيفية اختيار معادلة الدراسة	5.2
46	نتائج النماذج بعد اختيار المعادلة	6.2
48	النموذج التجميعي بعد التصحيح	7.2
49	نموذج الآثار الثابتة بعد التصحيح	8.2
50	نموذج الآثار العشوائية بعد التصحيح	9.2
51	نتائج اختبار HAUSMAN	10.2
52	نتائج اختبار BREUSH-PAGAN LM	11.2

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
35	الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي	1.2
36	التوزيع النسبي للمؤسسات المدرجة في بورصة دبي	2.2
40	نموذج الدراسة	3.2
47	مناطق القبول والرفض لاختبار DW	4.2

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
66	جدول أسماء ورموز مؤسسات عينة الدراسة	1
68	يبيّن مخرجات برنامج Eviews10 لتمثيل العلاقة بين السيولة وجميع نسب الاستدانة	2
71	يبيّن مخرجات برنامج Eviews10 بعد اختيار المعادلة الأفضل	3
74	جدول Durbin-Watsen stat عند نسبة معنوية 5%	4

المقدمة

أ. توطئة:

من أبرز التحديات التي تواجهها مختلف المؤسسات والتي لها دور عام في استمرارها في مزاوله نشاطها هو كيفية إدارتها لسيولتها بكفاءة وفعالية عالية والتي تحقق التوازن بين مطلب الأرباح ومطلب الوفاء بالالتزامات التي عليها، لذلك تلجأ المؤسسة الى الاهتمام بسيولتها التي تساعد على تجنب الوقوع في العسر المالي والاستعداد لدفع الالتزامات عند مواعيد استحقاقها.

تعتمد المؤسسة على سياسة التمويل الذاتي بشكل أساسي لتحقيق هدف البقاء والنمو، وفي المقابل نجد أن التمويل الذاتي لا يغطي كل احتياجات المؤسسة وبالتالي فهو غير كاف لأجل تحقيق هيكل مالي أمثل، حيث نجد أن معظم المؤسسات بالرغم من قدرتها على تمويل نفسها من مصادر داخلية إلى أنها تلجأ إلى الاستدانة سعياً منها لتعظيم ربحية مساهميها والاستفادة من أثر الرفع المالي والوفورات الضريبية، والتي تترك أثراً إيجاباً على وضعية المؤسسة.

ب. الإشكالية الرئيسة:

تعتبر الاستدانة مورد من الموارد المالية الأساسية الذي يمكن أن تستفيد منه المؤسسة لتغطية احتياجاتها وتحقيق أرباح، إلا أنه يمكن أن يكون اعتماد المؤسسة على الاستدانة تأثيراً على حجم سيولتها نظراً للاستدانة من مخاطر وعواقب خاصة ما تعلق بعدم كفاية تدفقات الاستغلال من أجل تسديد الديون، تترك أثراً سلبياً يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس، ونحاول في دراستنا تسليط الضوء على موضوع تأثير سياسة الاستدانة على سيولة المؤسسة من خلال دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي.

وانطلاقاً مما سبق يمكن أن نبلور إشكالية الدراسة بالصيغة التالية:

❖ إلى أي مدى يمكن أن تؤثر سياسة الاستدانة (المديونية) على سيولة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في

بورصة دبي؟

الإشكالات الفرعية:

للإجابة على الاشكالية الرئيسية، فإننا نقوم بتحليلها على ضوء التساؤلات التالية:

- هل يوجد تأثير لنسبة (اجمالي الديون/اجمالي الأصول) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟
- هل يوجد تأثير لنسبة (ديون طويلة الأجل/اجمالي الأصول) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟
- هل يوجد تأثير لنسبة (اجمالي الديون/حقوق الملكية) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟
- هل يوجد تأثير لنسبة (ديون طويلة الأجل /حقوق الملكية) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟
- هل يوجد تأثير لنسبة (تدفق خزينة الاستغلال/اجمالي الديون) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟

ج. الفرضيات:

للإجابة على الاشكالية الرئيسية سوف نعتمد على الفرضية الرئيسية التالية:

❖ يوجد تأثير قوي لسياسة الاستدانة (المديونية) على سيولة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في

بورصة دبي؟

وللإجابة على الاشكالات الفرعية، فإننا نستعين بالفرضيات التالية:

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة (اجمالي الديون/اجمالي الأصول) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة (ديون طويلة الأجل/اجمالي الأصول) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة (اجمالي الديون/حقوق الملكية) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة (ديون طويلة الأجل /حقوق الملكية) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة (تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الديون) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟

د. مبررات اختيار الدراسة:

إن اختيارنا لهذا الموضوع يعود للأسباب التالية:

● الأسباب الذاتية:

- الميول الشخصي للمواضيع ذات صلة مالية مؤسسة بصفة عامة، وجانب الأداء والتحليل المالي بصفة خاصة.

○ الرغبة في الاطلاع والتعمق أكثر في دراسة مثل هذا الموضوع.

○ الرغبة في استخدام الأساليب الإحصائية لتحليل الدراسة بشكل أدق.

● الأسباب الموضوعية:

- الموضوع قابل للبحث والدراسة، نظرا لأهمية مصادر التمويل خاصة ما يتعلق بالاستدانة، إلى جانب أهمية السيولة ونسبها التي تساعد مستخدمي القوائم المالية في تقدير امكانية تحقيق المنشأة للتدفقات النقدية المستقبلية.
- مجتمع الدراسة جديرا للاهتمام، كون بورصة سوق دبي المالي هو أهم سوق للأوراق المالية في دبي وأهم بورصة في الإمارات مع سوق أبوظبي للأوراق المالية، والذي يتصدر دول الخليج بدعم العقارات والبنوك:

✓ أول سوق مالي في الإمارات العربية المتحدة؛

✓ أول سوق مالي يطرح للاكتتاب العام إقليميا؛

✓ أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية؛

✓ خاضع تنظيميا لهيئة الأوراق المالية والسلع؛

✓ أول سوق مالي يدمج عملياته.

هـ. أهمية الدراسة:

- تنبع أهمية هذه الدراسة كونه يدرس أحد أهم المواضيع المهمة التي مازال التركيز عليها والعمل على تطويرها في ميدان التحليل المالي في المؤسسة؛
- تحديد أهم المؤشرات المالية المتمثلة في اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، عن طريق:

- الاهتمام بنسب السيولة للحكم على مقدرة المؤسسة على دفع التزاماتها قصيرة الأجل عند استحقاقها من جهة، وتجنب خطر الوقوع في العسر المالي من جهة أخرى؛
- الاهتمام بنسب الرافعة المالية أو المديونية التي تقيس قدرة المؤسسة على تسديد الأموال المقترضة والالتزامات طويلة الأجل من جهة، ومدى اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل احتياجاتها من جهة أخرى؛
- كما أن لهذا الموضوع أهمية من الجانب العلمي والعملي، لأنه امتداد لبحوث سابقة، وبوابة لبحوث مستقبلية يمكن أن تستفيد منها الأطراف المتعاملة مع المؤسسات.

و. أهداف الدراسة:

- نحاول من خلال هذه الدراسة تحقيق جملة من الأهداف أهمها:
- التعرف على أهم المفاهيم المتعلقة بسياسة الاستدانة من خلال أهم نظريات الهيكل المالي؛
- تناول أهم المؤشرات المالية التي تقيس من خلالها مدى فعالية سياسة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية؛
- دور السيولة في تأمين بقاء واستمرار المؤسسة في الأجل الطويل خصوصاً في الأسواق المالية؛
- دراسة التأثيرات لنسبة الاستدانة على السيولة.

ز. حدود الدراسة:

- الحدود الزمانية: تمت الدراسة خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى غاية 2017.
- الحدود المكانية: تمت الدراسة على مستوى عينة (22 مؤسسة) من المؤسسات المدرجة في بورصة دبي، والتي تم اختيارها بناء على جملة من الاعتبارات تمثلت:

- أن تتوفر البيانات المتعلقة بالشركات في الموقع الرسمي للبورصة؛
- أن تتوفر المعلومات على شكل PDF؛
- أن تكون سنتها المالية منتهية في 31 ديسمبر؛
- ألا تنتمي الشركة للقطاع المالي؛
- أن تكون الشركة وطنية.

ح. منهج الدراسة والأدوات الدراسة المستخدمة:

رغبة منا في بلوغ تطلعات الدراسة، وقصد الوصول للنتائج المرجوة اعتمدنا خلال هذه الدراسة على المنهج الوصفي من خلال توضيح مختلف المفاهيم في الجانب النظري عن طريق المسح المكتبي على الكتب والمذكرات، في حين قمنا باستخدام أسلوب دراسة حالة في الجانب التطبيقي من أجل قياس أثر سياسة الاستدانة على سيولة المؤسسة، وذلك باستخدام مختلف الأساليب الإحصائية من أجل القدرة على تحليل وتفسير العلاقة بين المتغيرات، عن طريق نموذج تحليل البيانات Panel بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10 وبرنامج Microsoft EXCEL لمعالجة معطيات.

ط. صعوبات الدراسة:

هذه الدراسة هي ككل الدراسات لا تخلو من الصعوبات، والتي في الحقيقة لا يليق بنا أن نسميها بصعوبات كونها في إطار البحث العلمي الذي لا يخلو من هذه الصعوبات ويمكن تحديدها فيما يلي:

- قلة المراجع التي ترتبط بشكل مباشر بين سياسة الاستدانة وسيولة المؤسسة؛
- صعوبة جمع البيانات المالية، وتبويب المعلومات وملاءمات البيانات.

ي. هيكل الدراسة:

حسب المنهجية المعتمدة في إنجاز البحوث العلمية IMRAD، تم تقسيم الدراسة إلى فصلين بعد المقدمة والتي تنتهي بالخاتمة التي تتناول جملة من النتائج والتوصيات لدراسات أخرى وأفاق للباحثين، تم تقسيم الدراسة كالتالي:

تم التطرق في **الفصل الأول** الى الجانب النظري لمتغيرات الدراسة، والذي ينقسم الى مبحثين، المبحث الأول يتحدث عن مختلف المفاهيم الأساسية حول سياسة الاستدانة وأهم مؤشرات قياسها بالإضافة إلى السيولة، في حين عاجلنا في المبحث الثاني بعض الدراسات المتعلقة بجوانب موضوع دراستنا والتي تم تقييمها الى دراسات عربية واخرى أجنبية.

أما **الفصل الثاني** فقد أسقطنا فيه الجانب النظري على الجانب التطبيقي من خلال دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة دبي، وينقسم بدوره إلى مبحثين، فالأول نقدم فيه نظرة عامة عن مجتمع الدراسة وتحديد

المقدمة

العينة المعتمدة وشرح المتغيرات مستقلة والتابعة، في حين نقوم في المبحث الثاني باستخدام الأساليب والأدوات الإحصائية وتحليل النتائج وتفسيرها والإجابة على الفرضيات.

الفصل الأول:

الأسس النظرية والدراسات السابقة

لسياسة الاستدانة وسيولة

المؤسسة

تمهيد

تعتبر الاستدانة مورداً من الموارد المالية الأساسية بالنسبة لجميع المؤسسات باختلاف أحجامها وطبيعة نشاطها، فتسعى المؤسسات الاقتصادية للحصول على الأموال من أجل تسيير أعمالها وتوسع أنشطتها، في حين نجد بعض المؤسسات بالرغم من قدرتها على تمويل نفسها من مصادر داخلية إلا أنها غير كافية لتلبية كافة احتياجاتها، وهذا ما يجعلها تلجأ للاستدانة وذلك قصد تغطية عجزها المالي.

ومن أجل الإلمام بموضوع دراستنا قمنا بتقسيم الفصل الأول إلى مبحثين:

● **المبحث الأول:** الأدبيات النظرية لسياسة الاستدانة والسيولة.

● **المبحث الثاني:** الدراسات السابقة لسياسة الاستدانة والسيولة.

المبحث الأول: الأدبيات النظرية لسياسة الاستدانة والسيولة

نحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى سياسة الاستدانة وكذا نشير إلى أهم المفاهيم النظرية المتعلقة بالهيكل المالي ومن ثم السيولة.

المطلب الأول: الإطار النظري لسياسة الاستدانة

سيتم من خلال هذا المطلب عرض أهم تعريفات لسياسة الاستدانة وأهميتها ومختلف أنواعها ونسبها وأهم نظريات الهيكل المالي.

الفرع الأول: تعريف سياسة الاستدانة وأهميتها

أولاً: بعض المفاهيم المرتبطة بسياسة الاستدانة

تعتبر سياسة الاستدانة إحدى عناصر السياسة المالية، لذلك قبل التطرق إلى تعريف سياسة الاستدانة، نعطي تعريفاً حول السياسة المالية:

أ. تعريف السياسة المالية:

تعرف السياسة المالية "بأنها تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الاستراتيجية ضمن قيود مالية تفرضها الوضعية المالية والإمكانات المالية المتوفرة للمؤسسة ولا يتحقق ذلك إلا بواسطة قرارات مالية تندرج ضمن أولويات السياسة المالية تهدف إلى إيجاد التوليفة المثلى من القرارات المختارة والمحددة في إطار السياسة العامة".¹

ب. تعريف سياسة الاستدانة:

يمكن إعطاء أكثر من تعريف لسياسة الاستدانة كما يلي:

¹ سعيدة بوديمة، التسيير المالي، مطبوعة دروس، جامعة 08 ماي 1945، قلمة-الجزائر، 2014/2015، ص 65.

تعتبر الاستدانة مصدرا تمويليا تعتمد عليه المؤسسة، نظرا لما توفره من أشكال بحسب طبيعة قروض وآجال استحقاقها لذلك تعرف الاستدانة بأنها الديون المالية التي تجمع كل من الديون قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل المقدمة من طرف المؤسسات المقرضة"¹.

كما يمكن أن تعرف الاستدانة بأنها مورد من الموارد المالية الضرورية، حيث تلجأ المؤسسة الى الاستدانة الخارجية بالرغم من ارتفاع مستوى القدرة على التمويل، ويتوقف حجمها تبعا لمعدل نمو النشاط تحت قيد تكلفة الاقتراض وهدف الاستقلالية المالية"².

كما ترتبط الاستدانة في مدى حصول المؤسسة على أموال من الغير لاستخدامها لفترة زمنية محددة متفق عليها ومقابل عائد متفق عليه يتمثل في الفائدة الممنوحة لأصحاب هذه الأموال"³.

فمن خلال ما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل للاستدانة كما يلي: "الاستدانة كمصطلح هي مشتقة من الدين فهي إذاً مجموعة من الديون الطويلة والمتوسطة وقصيرة الأجل، ويمكن القول بأن الاستدانة أيضا أحد المصادر الرئيسية التي تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية من أجل استمرار ونمو نشاطها وبالتالي تحقيق مبدأ الاستقلالية المالية وذلك في فترة زمنية محددة".

ج. تعريف الرافعة المالية (الاستدانة):

الرفع المالي عبارة عن بيان درجة استخدام التمويل بالمديونية لتمويل جزء من الأصول، ويترتب على هذا النوع من التمويل أعباء مالية، لا بد من أدائها عند أجل استحقاقها، قبل دفع أي توزيعات على الملاك – والتوقف عن دفع هذه الأعباء، له تأثير على مركز المؤسسة، لذلك تهتم الإدارة والملاك وغيرهم بالتعرف على درجة التمويل بالمديونية (والتي تتمثل في إعفاء الفوائد من الضرائب فهي تخصم من الدخل لتحديد الدخل الخاضع للضريبة)⁴. وتعرف الرافعة المالية بأنها: "اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة"⁵، وتعرف

¹ محمد زرقون ونفيسة حجاج، أثر الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم – دراسة حالة سوق باريس للفترة من (2011-2014) -، مجلة إضافات اقتصادية، جامعة غرداية، غرداية- الجزائر، العدد 04، المجلد 02، سبتمبر 2018، ص151.

² الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2006، ص248.

³ بن المرفق سهيلة، أثر تقلبات معدل الفائدة على أداء المؤسسة، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة-الجزائر، 2006/2005، ص43.

⁴ عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2009، ص60.

⁵ رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2001، ص286.

أيضا "بانه مدى الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير في عمليات المنشأة من أجل تمويل الاحتياجات المالية في المؤسسة"¹.

ثانيا: أهمية سياسة الاستدانة

تكمن أهمية الاستدانة في الدور الذي تلعبه في توفير الموارد الضرورية واستمرار النشاط وتبرز ضرورة الاستدانة بوضوح عند عدم تمكن قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي في احداث النمو المطلوب في رأس المال، وذلك بتوفير عنصرين أساسيين:²

- عدم توافق معدل نمو التمويل الذاتي مع معدل نمو الاحتياجات المالية؛
 - محدودية مستوى التمويل الذاتي بسبب تقسيم الفوائد المالية المحققة على المساهمين.
- فالاستدانة هنا عبارة عن عامل أساسي لتحقيق النمو، فهي متغير استراتيجي هام لتحقيق نمو الأصول الاقتصادية وبالخصوص الرفع من القدرات الإنتاجية، كما يستعين المسير المالي بتقنية أثر الرافعة المالية للاستدانة على المردودية وأرباح الأسهم، وبالتالي يمكننا تحديد الدوافع الأساسية للاستدانة في الأسباب التالية:
- دعوة المساهمين لرفع رأس المال يعد قرارا خطيرا وصعب وآثاره سلبية على الوضعية المالية؛
 - ضم الاحتياطات والاحتفاظ بالأرباح والتي تتوقف على ارادة المساهمين.
- وعلى هذا الأساس، تتجه المؤسسة نحو الاستدانة كحل أساسي للرفع في الأصول ومسايرة النمو من أجل تحقيق الأهداف الاستراتيجية.

الفرع الثاني: أنواع سياسات الاستدانة ونسبها

أولا: أنواع سياسات الاستدانة

وتتمثل أنواعها فيما يلي:³

أ. التمويل البنكي:

البنك هو مؤسسة مهمتها الأساسية والعادية الحصول على الأموال من الجمهور في شكل ودائع تستخدمها لحسابها الخاص في عملية الخصم أو القرض أو للعمليات المالية.

¹ هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2000، ص282.

² الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص250.

³ بن المرفق سهيلة، مرجع سبق ذكره، ص43-46.

● **القروض:** هي كلمة مخصصة للعمليات المالية التي تجمع مباشرة هيئة مالية (بنك أو مؤسسة مالية) بالمقترض، وإن القروض هي أساس النشاط البنكي فهي تجارته وموضوع عمله وهي عبارة عن فعل ثقة يضم تبادل خدمتين متباعدتين في الوقت، بمعنى تقديم أموال مقابل وعد بالتسديد مع فائدة معينة تغطي عمليتين أساسيتين: الفارق الزمني والخطر، وتختلف القروض التي تمنحها البنوك فيما بينها: المدة الزمنية، موضوعها والضمانات التي ترافقها بمعنى سيولتها بالنسبة للمقرض.

● أنواع القروض:

○ **القروض قصيرة الأجل:** هي قروض الاستغلال تستخدم لتمويل التكاليف العادية والدائمة للإنتاج وضروريات الصندوق، تستحق عادة عندما تحصل المؤسسات على موارد مالية من بيع منتجاتها خلال نفس السنة المالية.

○ **القروض متوسطة الأجل:** تتراوح مدتها بين سنتين إلى سبعة سنوات، تلعب دوراً مهماً في تطوير بعض النشاطات مثل البناء والتصدير، التجهيز الصناعي.

○ **القروض طويلة الأجل:** وهي القروض التي تفوق مدتها سبع سنوات، وتتمثل خاصة في تدخلات البنوك في الأسواق المالية فتساهم في تمويل الاقتصاد، وعادة ما توجه لتمويل الاستثمارات الكبيرة. إلى جانب هذه القروض تمنح البنوك قروضا أخرى موجهة لعملية التجارة الخارجية مثل الاعتماد المستندي.

ب. التمويل عن طريق الهيئات المالية:

إن المؤسسات المالية تقوم بالقرض على غرار البنوك التجارية ولكن دون أن تستعمل أموال الغير (بمعنى أموال الجمهور في شكل ودائع) ويمكن القول إن المصدر الأساسي للأموال المستعملة يتمثل في رأس مال المؤسسة المالية وقروض المساهمة والادخارات طويلة الأجل... الخ.

● أنواع القروض الممنوحة:

○ **القروض العقارية:** هي قروض طويلة الأجل تستخدم لتمويل عملية اقتناء محل تجاري والضمان بالنسبة لهذه القروض يتمثل في الرهن الحيازي لهذا المحل وكذا الرهن العقاري لمسكن طالب القرض.

○ **الائتمان الإيجاري:** هو قرض متوسط الأجل يمنح للمؤسسات فرصة الاستفادة من الخدمات الاقتصادية التي يقدمها أصل ثابت وهذا بدون شرائه وهذا لفترة زمنية محددة مقابل دفعات إيجار ثابتة تدفع سنوياً.

قروض الاستهلاك: هي قروض قصيرة الأجل تمنح للأشخاص من أجل التسديد الفوري للسلع التي يريدون الحصول عليها.

ج. التمويل المباشر (البورصة):

التمويل المباشر هو عبارة عن التمويل الذي يتم على مستوى سوق الأموال، وهو تحويل الفائض من الموارد المالية من المدخر إلى المتعامل الاقتصادي العاجز عن التمويل.

● **أساليب التمويل المباشر:** إن أساليب التمويل المباشر عددها من عدد أنواع الأوراق المالية الخاصة بتحويل الفائض من الأموال، بمعنى عدد القيم المنقولة التي تمكن تداول الفائض من السيولة بين المتعاملين الاقتصاديين من القطاع الغير بنكي.

○ **القيم المنقولة:** هي تلك الأوراق المالية أو المستندات القابلة للمفاوضة والتي تمثل إما حقوق الاشتراك في الملكية، وإما حقوق الإقراض أي أنها تمثل حق دين وبذلك تعود بدخل على حاملها.

○ **القيم المنقولة ذات الدخل الثابت:** هو عبارة عن فائدة ثابتة للتوظيف ومن أمثلة عن هذا النوع من القيم نجد أذونات الصندوق، أذونات الخزينة، السندات التقليدية.

القيم المنقولة ذات الدخل المتغير: بمعنى مكافأة قيم حق الملكية وهذا عن طريق اقتطاع من الربح المحقق والموزع من المؤسسة (ربح الأسهم) ومن أمثلة عن هذا النوع من القيم نجد الأسهم، حصص المؤسسين.

ثانيا: نسب الاستدانة (الرافعة المالية)

تتمثل نسب الاستدانة (الرافعة المالية) أداة لتحديد احتمالية نكول (Default) المؤسسة وعجزها عن تسديد ديونها لا سيما في الأجل الطويل، وذلك ارتفاع الرفع المالي يزيد من احتمالات تعرض المؤسسة الى عدم الملائمة والافلاس المالي، وعلى الرغم من أهمية استخدام الديون في هيكل التمويل، كون فائدة الديون تحقق ميزة ضريبية للمؤسسة، إلا أنها في نفس الوقت ربما تسبب تضارب المصالح بين الدائنين والمالكين، كون الدائنون يرغبون في استثمارات أقل مخاطرة لضمان حقوقهم قياسا بتفضيلات المستثمرين في أسهم المؤسسة الذين يتطلعون إلى مشاريع مربحة،¹ من أهم هذه النسب:²

¹ عدنان تايه وارشد فواد التميمي، التحليل والتخطيط المالي (اتجاهات معاصرة)، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008، ص 97.

² شفافيات مبادئ الإدارة المالية، الفصل الثالث، تاريخ الاطلاع: 2019/05/20 على الساعة 22.45، الموقع التالي:

<http://eacademic.ju.edu.jo/fhaddad/Lists/Announcements/DispForm.aspx?ID=1>

أ. نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول

يمكن قياس هذه النسبة كالتالي:

إجمالي الديون / إجمالي الأصول

إجمالي الديون هنا يشمل جميع مصادر التمويل في الجانب الدائن من الميزانية العمومية باستثناء حقوق المساهمين، سواء أكانت هذه الديون ديون طويلة الأجل أو قصيرة الأجل. تقيس هذه النسبة درجة اعتماد الشركة على أموال الغير لتمويل أصولها، وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما ارتفعت المخاطر التمويلية ومخاطر عدم القدرة على السداد، أو قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها. وكلما انخفضت هذه النسبة عن الحد المعين كلما دل ذلك على أن أصحاب المؤسسة (المساهمين) وضعوا أموالاً أكثر لتمويل أصول المؤسسة.

ب. نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول

يمكن حساب هذه النسبة كالتالي:

اجمالي الديون طويلة الأجل / إجمالي الأصول

تختلف هذه النسبة عن سابقتها في أنها تستبعد الالتزامات المتداولة من البسط لأنها لا تعتبر مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل، وبالتالي فإن بعض المحللين الماليين يفضلون استخدام هذا المقياس لتقييم قدرة المؤسسة على السداد في الأجل الطويل، ويعتبر هذا المقياس للمديونية أقل تحفظاً من المقياس السابق للمخاطر التمويلية وقدرة المؤسسة على السداد في الأجل الطويل.

أ. نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية:

يمكن قياس هذه النسبة كما يلي:

إجمالي الديون / حقوق الملكية

وكما تحدثنا في السابق فان إجمالي الديون هنا يشمل جميع مصادر التمويل في الميزانية العمومية باستثناء حقوق المساهمين (أي الديون قصيرة وطويلة الأجل)، في حين تشمل حقوق الملكية جميع بنود حقوق المساهمين بما فيها الأسهم الممتازة.

وتبين هذه النسبة درجة اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل أصولها مقارنة بأموال الملكية. ان ارتفاع هذه النسبة عما هو سائد في الصناعة (معييار الصناعة) يعني زيادة اعتماد المؤسسة على أموال الغير، وتوحي بزيادة المخاطر التمويلية ومخاطر عدم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها في الأجل الطويل. في حين فان انخفاض هذه النسبة عما هو سائد فيعني سيولة أكبر ومخاطر تمويل أقل، وسيولة أكبر تعني بطبيعة الحال انخفاض في الأرباح المتوقعة للمؤسسة.

ب. نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية:

يمكن قياس هذه النسبة كما يلي:

إجمالي الديون طويلة الأجل / حقوق الملكية

وهنا أيضا يتم استبعاد الالتزامات المتداولة من إجمالي الديون للحصول على الديون طويلة الأجل، وتعتبر هذه النسبة أقل تحفظا من النسبة السابقة لقياس المخاطرة التمويلية وقدرة المؤسسة على السداد في الأجل الطويل.

ج. التدفق النقدي إلى مجموع القروض:¹

يمكن قياس هذه النسبة كما يلي:

تدفق خزانة الاستغلال / إجمالي الديون

تقيس هذه النسبة مدى كفاية التدفقات النقدية السنوية للوفاء بما على المنشأة من قروض، ويقصد بالتدفقات النقدية السنوية الأموال المتولدة من العمليات والتي تتمثل في صافي الربح بعد الضريبة مضافا إليه القسط السنوي للإهلاك.

¹ منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية-مصر، 1999، ص 99.

الفرع الثالث: حدود الاستدانة

بالرغم ما للاستدانة من أهمية في تمويل الاحتياجات المالية، إلا أن ذلك مرتبط بعوامل هناك قيود مالية تفرض على المؤسسة التقليل من حجم الاستدانة وأهم هذه العوامل ما يلي:¹

أ. **النسب الهيكلية:** وهي قاعدة تقليدية تستوجب ألا تتجاوز الاستدانة بالمؤسسة حجم الأموال الخاصة التي تعد ضمانا للدائنين في حالة تصفية المؤسسة.

ب. **تغطية المصاريف المالية:** تؤدي زيادة اللجوء إلى الاستدانة إلى تضخم حجم المصاريف المالية وبالتالي تقليل الأرباح الصافية، ومن أجل تفادي مخاطر عدم القدرة على التسديد يتوجب مراقبة نسبة الاستدانة إلى القدرة على التمويل الذاتي، كما يمكن مقارنة المصاريف المالية إلى رقم الأعمال وتعتبر هذه النسبة مهمة خاصة من وجهة نظر البنك إذ يستخدمها لقياس قدرة المؤسسة على التسديد ومن أجل اتخاذ قرار تمويلها من عدمه.

ج. **مخاطر العسر المالي:** تعتبر من أهم المخاطر المالية والتي تزداد حدتها باللجوء المفرط إلى الاستدانة ومن أجل تفادي هذا المخطر يتوجب على مسيري المؤسسة التسيير الجيد على مستوى الخزينة من خلال إعداد تقديرات للخزينة على المدى القصير، المتوسط وطويل الأجل.

تواجه المؤسسة الاقتصادية خلال حياتها العديد من صور الاحتياج إلى التمويل، فتلجأ إلى الاقتراض أو إصدار الأسهم أو التنازل عن بعض الأصول بغية توفير التمويل اللازم لاستثماراتها ولكن في بعض الحالات عملية الحصول على الأموال تتطلب بعض الوقت الذي من الممكن أن يتسبب في تضييع الفرص الاستثمارية، ففي هذه الحالة تعتبر قروض الربط حلا لهذه المشكلة، حيث تمكن المؤسسة من الحصول على ما تحتاجه من تمويل بصفة مؤقتة من أجل عدم تضييع الفرص الاستثمارية في انتظار وصول مصادر التمويل المتفق عليها.

الفرع الرابع: مفهوم الهيكل المالي ونظرياته

أولا: تعريف الهيكل المالي

يمكن إعطاء مجموعة من التعاريف للهيكل المالي كما يلي:

¹ محمد زرقون ونفيسة حجاج، مرجع سبق ذكره، ص 99.

- يعرف الهندي (1989) الهيكل المالي "بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأ على أموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على كافة العناصر التي تتكون منها مكونات الخصوم سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل".¹
- ويعرفه الميداني (1999) "بأنه كيفية تمويل إجمالي موجودات استثمارات المؤسسة، ويتمثل ذلك بالجانب المطلوبات".²
- كما يعرف الهيكل المالي بأنه ذلك الجزء الخاص بالأموال الخاصة والاستدانة المالية والمتمثلة في الموارد الدائمة"، ويمكن أن يترجم الهيكل المالي أو البنية المالية للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها".³

ثانيا: نظريات الهيكل المالي

تتمثل النظريات المفسرة التي تختارها المؤسسات الكبيرة لهيكلها المالية، كما يلي:

أ. التوازن بين الامتياز الجبائي وارتفاع تكلفة الإفلاس:

وتتمثل فيما يلي:⁴

○ **الأثر الجبائي للاستدانة:** اعتبر (Masulis 1988) الأثر الجبائي للاستدانة المحدد الأول للهيكل المالي، نظرا لخاصية الاقتصاد في الضريبة بسبب الفوائد المالية الناجمة عن الاستدانة. ويقابل هذا الامتياز الجبائي الذي يخفض من تكلفة الاستدانة مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة بالأثر السلبي لارتفاع احتمال إفلاس المؤسسة موضوع التمويل. استنادا إلى الفرضية القائلة بأن المؤسسة المحققة لمردودية لا بد لها من تفصيل الاستدانة للتخفيف من العبء الضريبي.

○ **تكاليف الإفلاس:** تعود هذه التكاليف إلى التكاليف التي تتحملها المؤسسة التي تواجه صعوبات في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه الغير، وتتمثل هذه التكاليف أساسا في المصاريف الإدارية المتعلقة بالإفلاس،

¹ سليمان شلاش وآخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في المؤسسات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997 -

2001)، مجلة المنارة، العدد 01، المجلد 14، جامعة آل البيت، الأردن، 2008، ص58

² المرجع السابق، نفسه.

³ عقيلة زهري، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادي-دراسة حالة بالمدية الجهوية لتوزيع الوسط سونلغاز بمركز التوزيع الحضري بورقلة خلال الفترة

(2012/2014)، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2014/2015، ص6.

⁴ دادان عبد الوهاب، الجدال القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، 2009/2010، ص317-318.

ويمكن إسناد هذه التكاليف فقط إلى التمويل بالاستدانة، وهي التكاليف المقابلة للامتياز الجبائي المشار إليه في الفقرة السابقة.

ب. نموذج Modigliani و Miller:

تقوم هذه النظرية¹ على ما يسمى بنظرية ارباح الاستغلال التي تولد عنها أعمال كلا من Miller و Modigliani، حيث نميز هنا بين مرحلتين في تصور هذا النموذج الذي يعتمد على نظرية السوق المالي البحث، لذلك تسمى نظريتهما أيضا بنظرية السوق المتوازنة.

المرحلة الأولى (1958): دون أثر الضريبة، مع أثر معدوم لأثر رافعة الاستدانة (امتصاص للأثر الإيجابي لأمل مردودية الأموال الخاصة بواسطة الأثر السلبي للمخاطرة المالية)، وفي هذه الحالة يكون الهيكل المالي حيادي في تحديد قيمة المؤسسة.

المرحلة الثانية (1963): مع الأخذ في الاعتبار أثر الضريبة، بفعل خاصية قابلية التخفيف الضريبي للمصاريف المالية، حتى يكون للديون دائما أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة مهما كان مستوى هذه الديون حينها هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة هو ذلك الهيكل الذي نحصل عليه عند مستوى استدانة أقصى، أو عند الوضعية غير العقلانية لمؤسسة بدون أموال خاصة أو بشكل أدق بدون رأس مال اجتماعي.

المطلب الثاني: الإطار النظري للسيولة

سوف نعرض في هذا المطلب أهم التعريفات الخاصة بالسيولة وبيان أهميتها إلى جانب نسبها والأضرار الناجمة عنها.

الفرع الأول: تعريف السيولة وأهميتها

أولا: تعريف السيولة

يعرف عرض النقد (السيولة) على أنها: "مجموعة النقد المتوفر للاستثمار في البورصة والاقتصاد ككل، ويجب التمييز بين مفهوم عرض النقد بالمعنى الضيق وهو النقد المتداول مضافا إليه الودائع الجارية لدى البنوك التجارية،

¹ الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 359.

وبين عرض النقد بالمعنى الواسع وهو النقد المتداول مضافا إليه الودائع الجارية والودائع لأجل المتواجدة في البنوك التجارية¹.

وعليه يمكن تعريف السيولة وفق مفهومين:²

المفهوم الكمي: ينظر هذا المفهوم الى السيولة من خلال قدرة المؤسسة الى تحويل أصولها إلى نقدية، وفقا لهذا المفهوم، تقيم السيولة من خلال المقارنة بين كمية الأصول الممكن تحويلها إلى نقد خلال الفترة المالية بالاحتياجات النقدية لتلك الفترة، ويؤخذ على هذا المفهوم ضيقه لاعتماده في تقييم السيولة على كمية الموجودات القابلة للتحويل الى نقد، ويستثني هذا المفهوم السيولة الممكن الحصول عليها من الاقتراض وزيادة رأس المال والأرباح.

● **مفهوم التدفق:** وهو المفهوم الذي ينظر إلى السيولة على أنها كمية الموجودات القابلة للتحويل الى نقد خلال فترة معينة مضافا إليها ما يمكن الحصول عليه من المصادر الأخرى للأموال.

وبالتالي يمكن تعريف السيولة على أنها "تعرف السيولة بأنها قدرة المؤسسة على تحويل أصولها إلى نقدية حتى تتمكن من سداد التزاماتها في المدى القصير عند استحقاقها، وتقوم نسب السيولة بربط الأصول المتداولة بالخصوم المتداولة لمعرفة الوضع المالي للمؤسسة في الفترة قصيرة الأجل، وترتبط قوة أو ضعف سيولة المؤسسة بمدى توفر التدفق النقدي الصافي من الأنشطة التشغيلية، فإن كان التدفق النقدي الصافي من الأنشطة التشغيلية موجبا فهذا يعني أن هناك فائضا نقديا يمكن لإدارة المؤسسة أن تستخدمه إما في توسيع الأنشطة الاستثمارية أو في تسديد الديون طويلة الأجل"³.

ثانيا: أهمية السيولة

تنبع أهمية السيولة بأن السيولة تمثل أهمية خاصة لكل من الإدارة الداخلية وكذلك للأطراف الخارجية مثل المقرضين وحملة الأسهم، أي أن هناك كثير من المؤسسات الراجعة إلا أنها تعاني من مشاكل السيولة بحيث أن هذه المؤسسات لا تستطيع الوفاء بالتزاماتها كاملة في مواعيد استحقاقها، وإن استمرار مثل هذه المشاكل يمكن أن

¹ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم المؤسسات المساهمة، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010، ص85.

² عقي حمزة، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في السوق المالي، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2016/2017، ص122.

³ بن هدى خالد، دور التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة حليب النجاح -، مذكرة ماستر، جامعة أبي بلقاييد، تلمسان-الجزائر، 2016/2015، ص58.

يؤدي إلى اختفاء هذه المؤسسات من دنيا الأعمال، لذا فإن الهدف الرئيسي للسيولة هو دور المدافع عن تأمين بقاء واستمرار المؤسسات في الأجل الطويل خصوصا في الأسواق المالية¹، وإن السيولة ذات تأثير مزدوج، كما يلي:²

• التأثير على هيكل رأس المال حيث يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة، فالمنشآت التي تتمتع بسيولة عالية، لها القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، الأمر الذي يسهل عليها الاقتراض، وهنا نتوقع العلاقة الموجبة بينهما.

وفي ظل عدم تماثل المعلومات المتوفرة للمؤسسات والأسواق المالية، فقد تستخدم المؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية تلك السيولة من أجل تمويل استثماراتها، وفي هذه الحالة تقل نسبة الديون لديها الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون.

الفرع الثاني: نسب السيولة وأضرارها

أولا: نسب السيولة

يقصد بنسب السيولة، تلك النسب التي تقيس مقدرة المؤسسة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) مما لديها من نقدية واصل أخرى يمكن تحويلها على نقدية في فترة زمنية قصيرة نسبيا (الأصول المتداولة). وتعد نسب السيولة من الأهمية بمكان للإدارة والملاك والمقرضين الذين يقدمون للمؤسسة ائتمانا قصير الأجل،³ وتتمثل النسب المستخدمة بشكل واسع لقياس السيولة فيما يلي:

أ. **نسبة السيولة العامة (نسبة التداول):** توضح هذه النسبة مقدار الموارد المتاحة في الأجل القصير لخدمة ديون المؤسسة القصير الأجل، لذلك فهي تؤثر هامش الأمان من خلال قدرة الموجودات المتداولة على تغطية المطلوبات المتداولة وارتفاع النسبة مؤشر جيد لسيولة المؤسسة⁴.

وتحسب وفق الآتي:

الأصول المتداولة / الديون قصيرة الأجل

¹ محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 63.

² سليمان شلاش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 61.

³ منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 84.

⁴ عدنان تايه النعيمي وإرشاد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 90-92.

تعبر هذه النسبة عن عدد المرات التي تستطيع فيه الأصول المتداولة تغطية الخصوم المتداولة، وكلما زادت النسبة دل ذلك على قدرة المؤسسة في مواجهة أخطار سداد الالتزامات المتداولة المفاجئ دون الحاجة الى تحويل جزء من الأصول الثابتة الى سيولة أو الحصول على القروض.¹ ويمكن أن تأخذ الوضعيات التالية:²

- نسبة السيولة العامة تساوي $=1$: تعبر عن وضعية التوازن المالي الأدنى.
- نسبة السيولة العامة أكبر >1 : تعبر عن قدرة المؤسسة على التسديد من جهة وإمكانية الحصول على قروض من جهة أخرى.
- نسبة السيولة العامة أصغر <1 : هذه الوضعية غير مقبولة وهي خطيرة وسيئة على المؤسسة بسبب اختلال هيكلها المالي ولتقديم حل لهذه الوضعية يجب على المؤسسة أن تتخذ إما بزيادة الديون قصيرة الأجل أو فتح رأس مالها للاكتتاب أي رفع قيمة الأموال الخاصة ويمكن في حالات استثنائية التنازل عن جزء من أصولها الثابتة.

ب. نسبة السيولة السريعة (الفورية): وتسمى أيضا بالاختبار القاطع هذه النسبة توضح قدرة المؤسسة على مواجهة المطلوبات المتداولة بالموجودات المتداولة الأكثر سيولة (ما عدا المخزون والمدفوعات مقدما)، لذلك فهي تؤثر قدرة الاستمرار وفائدة هذه النسبة تكمن عندما تواجه المؤسسة مشاكل في تصريف المخزون،³ وتقاس هذه النسبة كالآتي:

$$\{ \text{الأصول المتداولة} - (\text{المخزون السلعي} + \text{أوراق الدفع}) \} / \text{الديون قصيرة الأجل}$$

توضح هذه العلاقة مدى إمكانية سداد الالتزامات القصيرة الأجل خلال فترة قصيرة، ويتم حذف عنصر المخزون من إجمال الأصول المتداولة نظرا لكونه من أقل عناصر الأصول المتداولة سيولة، وكذلك لصعوبة تصريفه خلال وقت قصير دون تحقيق خسائر.⁴

ج. نسبة السيولة المختصرة (صافي رأس المال): هو مقياس مطلق لسيولة المؤسسة، ويوفر هامش الأمان للمقرضين في الأجل القصير، كما أن الصافي يمكن أن يؤشر حجم الأموال المملوكة والمديونية في رأس المال

¹ شبيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقا للمعايير الدولية للإبلاغ المالي، الطبعة الثانية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2015، ص234.

² بن هدى خالد، مرجع سبق ذكره، ص60.

³ عدنان تايه النعمي وإرشاد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص92.

⁴ شبيب شنوف، مرجع سبق ذكره، ص234.

العامل، وعليه فإن ارتفاع الصافي أمر مرغوب به، كما أن صافي رأس المال المساوي للصفر يعني أن نسبة التداول مساوية للواحد الصحيح،¹ ويحسب الصافي كما يلي:

القيم الجاهزة/ الديون قصيرة الأجل

تقيس هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها الجارية دون اعتبار للمخزون.

ثانيا: أضرار السيولة

تقيس السيولة قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل، أي قدرتها على تحويل الأصول المتداولة إلى أموال متاحة بسرعة، فنقص السيولة أو عدم كفايتها يقود المؤسسة إلى عدم الوفاء أو مواجهة التزاماتها وتأدية بعض المدفوعات، ويقيس هذا المتغير قدرة أصول المؤسسة المتداولة على تغطية الخصوم المتداولة، وبصفة عامة عدم قدرة المؤسسة على توفير السيولة الكافية يؤدي إلى الإضرار بثلاث مصالح هي²:

أ. **المؤسسة:** تحد السيولة من تطور ونمو المؤسسة، وذلك بعدم تمكين المؤسسة أو السماح لها مثلاً من استغلال الفرص التي تظهر في المحيط ك شراء مواد أولية بأسعار منخفضة مقارنة بمستوياتها الحقيقية، الاستفادة من تخفيضات لقاء تعجيل الدفع أو الشراء بكميات كبيرة.

ب. **أصحاب الحقوق:** تخلق مشكلة نقص السيولة عدة أزمات اتجاه الأطراف التي لها حقوق على المؤسسة، ففي الكثير من المرات يؤدي هذا النقص إلى تأخير تسديد الفوائد، في دفع مستحقات الأجراء، في تسديد ديون الموردين.

عملاء المؤسسة: قد تؤدي هذه المشكلة إلى تغيير شروط تسديد العملاء وبالتالي انتقالها من اليسر إلى العسر وهذا الأمر ينتج عنه تدهور العلاقة التي يجب على المؤسسة تحسينها وخاصة في ظروف المحيط الحالي، فكل هذه المشاكل المترتبة عن نقص السيولة تفرض على المؤسسة الاهتمام بها وتسييرها بأسلوب جيد.

¹ عدنان تايه النعيمي وإرشاد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

² محمد البشير بن عمر، دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين الأداء المالي للمؤسسة -دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال في الفترة الزمنية (2008/2013) -، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2016/2017، ص 214.

المبحث الثاني: بعض الدراسات السابقة التي تناولت سياسة الاستدانة والسيولة

قصد الإحاطة أكثر بالموضوع حاولنا من خلال هذا المبحث إدراج بعض الدراسات العربية والأجنبية التي تناولت موضوع تأثير سياسة الاستدانة على سيولة المؤسسة الاقتصادية، بالإضافة إلى مقارنة الدراسات السابقة بدراستنا الحالية.

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية

سيتم في هذا المطلب عرض الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية لكل دراسة.

الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية

سيتم في هذا الفرع عرض الدراسات السابقة باللغة العربية حسب الترتيب الزمني لكل الدراسة كما يلي:

الدراسة الأولى: راضية بوزنادة (2013-2014)¹، وهي مذكرة ماستر تحت عنوان: "تقييم سياسة

الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسة الوطنية للملح ENASEL بقسنطينة خلال الفترة

(2010-2013) -".

حيث يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى إبراز السلوك التمويلي للمؤسسة نتيجة لجوئها إلى الاستدانة باعتبارها مصدر التمويل الأقل تكلفة، كما حاولت الدراسة معرفة مدى فعالية سياسة الاستدانة كمصدر تمويلي للمؤسسة، ولتحقيق هذا الغرض قام بإجراء دراسة ميدانية للمؤسسة الوطنية للملح بولاية قسنطينة من خلال تحديد عوامل التمويل عن طريق الاستدانة المتمثلة في: المردودية، أثر الرافعة، الاستقلالية المالية، القدرة على السداد، تكلفة الاستدانة ومعدل النمو كمتغيرات مستقلة وتأثيرها على نسبة الاستدانة بالمؤسسة كمتغير تابع كمي.

وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى أنه عند لجوء المؤسسة للاستدانة بشكل كبير تحقق مردودية كبيرة وبالمقابل يؤدي هذا إلى إضعاف استقلاليته المالية، كما استخلص أن نسبة الاستدانة على علاقة طردية مع كل من معدل النمو والمردودية، في حين كانت علاقتها عكسية مع كل من الاستقلالية المالية وتكلفة الاستدانة.

¹ راضية بوزنادة، تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسة الوطنية للملح ENASEL بقسنطينة خلال الفترة (2010/2013)، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2013 / 2014.

الدراسة الثانية: محمد زيدان وجمال قدام (2015)¹، وهو مقال تحت عنوان: "اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر -دراسة قياسية للفترة (2011-2013) -".

حيث يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة الى دراسة تأثير اختيار الهيكل المالي المثالي الذي يسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتخفيض تكلفة التمويل بالعديد من المتغيرات المتعلقة بالخصائص المالية للمؤسسة حسب ما تفترضه نظرية العلاقة التوازنية، في حين تفترض نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل أنها ترجع للعجز التمويلي، وذلك من خلال عينة مكونة من أربعة مؤسسات مسجلة في بورصة الجزائر المتمثلة في: صيدال، فندق الأوراسي، أليانس للتأمينات وروبية، خلال فترة ثلاث سنوات من 2011 إلى غاية 2013، مستخدما طريقة المربعات الصغرى.

وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة أن السياسة التمويلية لهذه المؤسسات تتأثر بالاستثمارات حيث تركز عليها من أجل الحصول على القروض، كما يفسر العجز التمويلي الزيادة التي تحدث في نسبة الديون المالية، وتوصل أيضا أن الجمع بين النظريتين يسمح بتفسير أكثر جودة للهيكل المالي للمؤسسات العينة.

الدراسة الثالثة: كروان لعور (2015)²، وهي مذكرة ماستر تحت عنوان: "أثر أساليب التمويل على الوضعية المالية في المؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة دباخ الطاهر لأشغال البناء والنظافة العمومية وتركيب الشبكات الهاتفية والكهربائية بتقوت خلال الفترة (2011-2013) -".

حيث يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى دراسة تأثير مصادر التمويل على الوضعية المالية في المؤسسات الاقتصادية، وذلك من خلال التعرف على أهم البدائل التمويلية المتاحة في المؤسسات الاقتصادية وتحديد أهم العوامل المؤثرة في المصدر التمويلي المختار، عن طريق تشخيص الوضع المالي وعلى هذا الأساس تم اختيار مؤسسة دباخ الطاهر لتحليل وضعها المالي خلال الفترة من 2011 الى غاية 2013، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتحليل الوضعية المالية للمؤسسة وتقييم القرار التمويلي بها من خلال حساب وتحليل مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية وفقا للقوائم المالية للمؤسسة.

¹ محمد زيدان وجمال قدام، اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر -دراسة قياسية للفترة (2011-2013)، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة حمه لخضر، الوادي-الجزائر، العدد 9، ديسمبر 2015.

² كروان لعور، أثر أساليب التمويل على الوضعية المالية في المؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة دباخ الطاهر لأشغال البناء والنظافة العمومية وتركيب الشبكات الهاتفية والكهربائية بتقوت خلال الفترة (2011-2013) -، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2014-2015.

وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى أن المؤسسة استطاعت تمويل أصولها مع وجود فائض مالي احتفظت به كسيولة مجمدة لمواجهة التزاماتها الطويلة والقصيرة الأجل، وسيولة عالية ولها القدرة على الوفاء بالتزاماتها في أجل استحقاقها، كما ساعدت مصادر التمويل الخارجي على توليد السيولة وتحقيق أرباح دون الوقوع في مخاطر عدم السداد، أي أن المؤسسة استطاعت تحقيق توازن في هيكلها المالي وهذا ما يثبت أن القرارات التمويلية في المؤسسة كانت فعالة.

الدراسة الرابعة: سميرة مختاري (2015)¹، وهي مذكرة ماستر تحت بعنوان: "دور التحليل المالي لجدول سيولة الخزينة في تقييم السيولة المالية للمؤسسة -دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب (أوماش-بسكرة) -".

حيث يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تبين دور التحليل المالي باستخدام النسب المالية من أقدم الأدوات المستخدمة في تقييم السيولة المالية للمؤسسة، ومن أهم الأغراض التي يخدمها جدول السيولة الخزينة قدرتها في تقييم السيولة وربحية وتقييم سياسات التمويل لأنها توفر معلومات مفيدة ودقيقة لكل من الإدارة ومستخدمي القوائم المالية، وتعتبر وسيلة للتعرف على درجة السيولة التي تتمتع بها ومرونتها ودرجة المخاطر التي تصاحب تدفقها خلال الفترة من 2011 إلى غاية 2013.

وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى أن المؤسسة حققت نتيجة محاسبية موجبة للسنة المالية 2013 وسالبة للسنة المالية 2012، كما لوحظ انخفاض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية لسنة 2013 مقارنة بسنة 2012، وبالتالي نجد أن اعداد جدول سيولة الخزينة ضروري لما له من دور أساسي في تقييم السيولة المالية للمؤسسة.

¹ سميرة مختاري، دور التحليل المالي لجدول سيولة الخزينة في تقييم السيولة المالية للمؤسسة -دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب (أوماش — بسكرة) -، مذكرة ماستر، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2015.

الدراسة الخامسة: محمد بوشوشة (2015-2016)¹، وهي أطروحة دكتوراه تحت عنوان: "تأثير السياسة التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية -".

حيث يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى توضيح مختلف سياسات التمويل التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية من أجل تمويل نشاطها الاستثماري والاستغلالي، حيث قام الباحث بدراسة حالة 10 مؤسسات جزائرية قامت بعمليات إصدار على مستوى بورصة الجزائر وذلك خلال الفترة (2010-2013). وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى أن أهم سياسات تمويل المؤسسة تتمثل في: سياسة التمويل الذاتي، سياسة التمويل الخاص، سياسة الاستدانة، حيث تكتسب كل سياسة مجموعة من الإيجابيات والسلبيات، كما أن اختيار سياسة التمويل المثلى كان موضوع جدل واسع بين علماء الإدارة المالية، حيث انصب الاهتمام حول اختيار المزيج التمويلي المناسب الذي يحقق أهداف المؤسسة هذا من جهة، ومن جهة أخرى أثر هذا الاختيار على الوضع المالي للمؤسسة وخاصة القيمة السوقية لها، باعتبار أن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة تعد الهدف الأساسي للإدارة المالية.

الدراسة السادسة: صفاء ستو (2015/2016)²، وهي مذكرة ماستر تحت عنوان: "تأثير نسب السيولة ونسب المديونية على القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة في البورصة -دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2014) -".

يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى محاولة قياس تأثير نسب السيولة ونسب المديونية على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية، معبرا عنها بـ سعر السهم السوقي، ومن ثم تحديد أي من النسب أعلى تأثيرا. وقد شملت عينة الدراسة على مجموعة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية موزعة على مختلف القطاعات باستثناء قطاع التأمين والبنوك والبالغ عددها 20 مؤسسة على مدى ست سنوات من 2009 إلى غاية 2014، مستخدمين 10 نسب من نسب السيولة ونسب المديونية، وذلك وفق نموذج Panel Data عن طريق الاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10.

¹ محمد بوشوشة، تأثير السياسة التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية -، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2015-2016.

² صفاء ستو، تأثير نسب السيولة ونسب المديونية على القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة في البورصة -دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2014) -، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة-الجزائر، 2015-2016.

وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة عند استخدام نموذج Panel Data إلى أن هناك نسبة واحدة من نسب السيولة (الأموال الدائمة إلى إجمالي الأصول المتداولة) هي التي لها تأثير على سعر السهم السوقي وبالتالي القيمة السوقية، كما تأثر كل من نسب المديونية المتمثلة في: إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية وتدفق خزانة الاستغلال إلى إجمالي الديون، هي التي لها تأثير على القيمة السوقية.

الدراسة السابعة: محمد زرقون، عبد الله مايو ومحي الدين طرفاوي (2017)¹، وهو مقال تحت عنوان:
"تأثير الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة حالة عينة من المؤسسات خلال الفترة (2006-2014) -".

حيث يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تفسير أثر الاستدانة على الأداء المالي، وفحص طبيعة هذا التأثير، حيث قم بتمثيل الاستدانة بنسبة الرافعة المالية، أما الأداء فقام بتمثيله بمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية: العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على المبيعات (ROS) ونمو رقم الأعمال (DAC)، ومن ثم استنتاج أي من المؤشرات أكثر تأثيرا بالرفع المالي، حيث شملت عينة الدراسة ثلاث مؤسسات المتمثلة في: المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP، المؤسسة الوطنية للتنقيب في الآبار ENAFOR والمؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار ENTP، وذلك خلال الفترة ما بين 2006 إلى غاية 2014، واعتمدت الدراسة على طريقة المربعات الصغرى MCO باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews.

وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى وجود علاقة تأثير عكسية ذات دلالة إحصائية على كل من معدل العائد على المبيعات، ونمو رقم الأعمال عند مستوى معنوي 5%، في حين لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الرافعة المالية على حقوق الملكية.

¹ محمد زرقون وعبد الله مايو ومحي الدين طرفاوي، تأثير الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة حالة عينة من المؤسسات خلال الفترة (2006-2014)، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي-الجزائر، العدد 12، جوان 2017.

الدراسة الثامنة: بكارى بالخير، قمو سهيلة (2017)¹، وهو مقال تحت عنوان: بعنوان: "محددات الهيكل المالي في المؤسسات البترولية الوطنية -دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات العاملة في منطقة حاسي مسعود للفترة (2009-2014) -".

حيث يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى التعرف على المحددات الأكثر تأثيرا في اختيار الهيكل المالي المناسب في المؤسسات البترولية الوطنية، حيث تمثلت المتغيرات المستقلة في: السيولة، الربحية، معدل النمو، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، حجم المؤسسة، عمر المؤسسة وهيكل الأصول، أما المتغير التابع فيتمثل في الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة الديون إلى الاموال الخاصة، وتشكلت عينة الدراسة من ستة مؤسسات بترولية وطنية والمتواجدة بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة من 2009 الى غاية 2014. وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى نموذج انحدار خطي متعدد ومتغيرين مستقلين هما عمر المؤسسة والسيولة اللذان يؤثران عكسيا على الهيكل المالي.

الدراسة التاسعة: فاروق بوخبرة (2018/2017)²، وهي مذكرة ماستر تحت عنوان: "أثر الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسات البترولية الجزائرية -دراسة حالة عينة من المؤسسات خلال الفترة (2010 - 2016)".

حيث يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى قياس أثر الاستدانة (الرفع المالي) على الأداء المالي وذلك بتطبيقها على المؤسسات البترولية الجزائرية، لدراسة عينة مكونة من ثمانية شركات بترولية والمتمثلة في: المؤسسة الوطنية للقنات، المؤسسة الوطنية للتنقيب، المؤسسة الوطنية للجيوفيزياء، المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار، المؤسسة الوطنية للأشغال في آبار، المؤسسة الوطنية للشحن، المؤسسة الوطنية للتسويق وتوزيع المنتجات لبترولية، خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى غاية 2016، استخدم الباحث نموذج الانحدار التجميعي من خلال نموذج Panel Data من أجل دراسة العلاقة بين الاستدانة مقاسا بالنسبة الرافعة المالية، والأداء المالي الممثل في مؤشرات الربحية المتمثلة في: معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على المبيعات ومعدل نمو المبيعات وذلك عن طريق الاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10.

¹ بكارى بالخير وقمو سهيلة، محددات الهيكل المالي في المؤسسات البترولية الوطنية - دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات العاملة في منطقة حاسي مسعود للفترة (2009-2014)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي-الجزائر، الجزء 10، 2017.

² فاروق بوخبرة، أثر الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسات البترولية الجزائرية -دراسة حالة عينة من المؤسسات خلال الفترة (2010-2016) -، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2018/2017.

وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة الى وجود علاقة تأثير عكسية ذات دلالة إحصائية للاستدانة (الرفع المالي) على كل من معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على المبيعات، في حين لا توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية للاستدانة (الرفع المالي) على معدل نمو المبيعات.

الفرع الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

سيتم في هذا الفرع عرض الدراسات السابقة باللغة الأجنبية حسب الترتيب الزمني لكل الدراسة كما يلي:

الدراسة الأولى: (Qasim Saleem & Ramiz Ur Rehman, 2011)¹، موضوع الدراسة:

"Impacts of liquidity ratios on profitability -Case of oil and gas companis of Pakistan-"

حيث يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى الكشف عن العلاقة بين السيولة والربحية، عن طريق اختيار لعينة تتمثل من 26 مؤسسة مختارة من قطاع النفط والغاز في باكستان، خلال الفترة من 2004 الى غاية 2009، وتتمثل المتغيرات المدروسة في: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمارات، من خلال تطبيق الانحدار الخطي من خلال SPSS.

وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى ما يلي:

- أن هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة السيولة فقط على العائد على الأصول (ROA) بينما لا يوجد تأثير يذكر على العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على الاستثمارات (ROI)؛
- تظهر النتائج أيضا أن العائد على حقوق الملكية لا يتأثر بشكل كبير بثلاث نسب والتي هي النسبة السيولة العامة، السريعة والفورية، في حين يتأثر العائد على الاستثمارات بهذه النسب؛
- تحتاج المؤسسة للحفاظ على السيولة الكافية التي من شأنها أن تؤثر بشكل كبير على الأرباح، والتي يتم تقسيم نسبة منها على المساهمين؛
- ترتبط السيولة والربحية ارتباطا وثيقا لأن أحدهما يزيد من انخفاضات الأخرى.

¹ Qasim Saleem & Ramiz Ur Rehman, Impacts of liquidity ratios on profitability -Case of oil and gas companis of Pakistan-, **Interdisciplinary Journal of Research in Business**, Vol 01, Issue 07, July 2011.

الدراسة الثانية: (Nataša Šarlija & Martina Hrc, 2011)¹، موضوع الدراسة:

"The impact of liquidity on the capital structure: a case study of Croatian firms"

يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى التحقيق في تأثير السيولة على هيكل رأسمال المؤسسات الكرواتية، حيث قام بإجراء مسح على 1058 عينة من المؤسسات الكرواتية، عن طريق تطبيق معامل حسب ارتباط "بيرسون" لاختبار العلاقة بين نسب السيولة ونسب الدين، حصة الأرباح المحتجزة إلى رأس المال والسيولة والعلاقة بين هيكل الأصول الجارية والرافعة المالية.

وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى أن هناك ارتباطات ذات دلالة إحصائية بين نسب السيولة ونسب الرفع المالي، وهيكل الأصول الجارية، حيث تعتبر العلاقة بين النسب السيولة والرفع المالي قصير الأجل ذات فعالية أقوى من تلك العلاقة بين النسب في المدى الطويل، وتوصل أيضا إلى عدة استنتاجات أهمها:

- كلما زادت الأصول السائلة للمؤسسة قلت الاستدانة؛
- زيادة مستويات المخزون يؤدي إلى الزيادة في الرفع المالي؛
- زيادة النقد في الأصول الجارية يؤدي إلى الانخفاض في الرفع المالي القصير والطويل المدى.

الدراسة الثالثة: (Abdel Majid Keddi & Amina hammada, 2016)²، موضوع الدراسة:

" Effect of financial structure on value of the company An empirical study on the non -financial companies listed in Kuwait Stock Exchange (2010-2014) -"

حيث يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى التحقيق من مدى تأثير الهيكل المالي، وذلك بأخذ عينات من 19 مؤسسة غير مالية مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة ما بين 2010 و2014 كما استخدمت الدراسة نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية، اعتمد على نموذج الانحدار المتعدد لفحص العلاقة بين المتغير التابع وهو قيمة المؤسسة والمتغيرات المستقلة وهي هيكل الرأسمال، ربحية المؤسسة، حجم المؤسسة وسيولتها. وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية وهامة بين قيمة المؤسسة وهيكل الرأسمال وهذا يشير إلى أن الاستخدام الواسع للديون يؤثر سلبا على القيمة السوقية للمؤسسة، مما يعني أن

¹ Nataša Šarlija & Martina Hrc, The impact of liquidity on the capital structure -a case study of Croatian firms -, **Business Systems Research**, Vol 03, No 01, June 2012.

² Abdelmajid Keddi & Amina Hammada, **Effect of financial structure on value of the company An empirical study on the non-financial companies listed in Kuwait Stock Exchange (2010-2014)-** , Université de Laghouat, Revue DIRASSAT – N0 26A -, Juin 2016.

المؤسسات التي هي قيد الدراسة غير قادرة على تحقيق فوائد استخدام الدين، كما تبين وجود علاقة إيجابية معنوية بين قيمة المؤسسة وربحية المؤسسة، وعلى أن العلاقة بين قيمة المؤسسة وحجمها هي إيجابية وأنها ذات دلالة إحصائية، مما يدل على أن المؤسسة تستخدم إجمالي أصولها بشكل فعال لزيادة قيمتها.

الدراسة الرابعة: (Maziar Ghasemi & Nazrul Hisyam Ab Razak, 2016)¹، موضوع الدراسة:

"The Impact of Liquidity on the Capital Structure -Evidence from Malaysia – "

يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى دراسة تأثير السيولة على هيكل الرأسمال وذلك لعينة من 300 مؤسسة مدرجة في السوق الرئيسية لبورصة ماليزيا في الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2013، وذلك عن طريق تطبيق OLS للتحقيق في تأثير نسب السيولة على نسب الدين المختلفة، حيث تقاس سيولة المؤسسة والتي تعد متغير مستقل في هذه الدراسة بنسبتين شائعتين وهما: النسبة السريعة والنسبة العادية، بالإضافة إلى ذلك تمثل نسب الدين والأصول هياكل رأسمال بناء على الديون القصيرة والطويلة الأجل وإجمالي الدين. وقد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة إلى أن جميع مقاييس السيولة لها تأثير كبير على الرافعة المالية كما أن الديون قصيرة الأجل تتأثر أكثر بالسيولة مقارنة بالديون طويلة الأجل.

المطلب الثاني: تقييم الدراسات وإسقاطها على دراستنا الحالية

سوف نقوم في هذا المبحث بدراسة أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة وإسقاطها على الدراسة الحالية.

الفرع الأول: دراسة أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة

نلخص أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة من خلال الجداول التالية:

¹ Maziar Ghasemi & Nazrul Hisyam Ab Razak, The Impact of Liquidity on the Capital Structure -Evidence from Malaysia -, **International Journal of Economics and Finance**, Vol 08, No 10, 2016.

الجدول رقم (1.1): يلخص الدراسات السابقة باللغة العربية

الدراسة (السنة)	الهدف	المتغيرات		النتائج
		المستقلة	التابعة	
راضية بوزنادة (2013-2014)	تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية	المردودية، أثر الرافعة، الاستقلالية المالية، القدرة على السداد، تكلفة الاستدانة ومعدل النمو	نسبة الاستدانة	أن نسبة الاستدانة على علاقة طردية مع كل من معدل النمو والمردودية، في حين كانت علاقتها عكسية مع كل من الاستقلالية المالية وتكلفة الاستدانة.
محمد زيدان وجمال قدام (2015)	اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر	محددات الهيكل المالي	نسبة الاقتراض	أن السياسة التمويلية لهذه المؤسسات تتأثر بالاستثمارات حيث ترتكز عليها من أجل الحصول على القروض
كروان لعور (2015)	أثر أساليب التمويل على الوضعية المالية في المؤسسات الاقتصادية	تكلفة الاموال ومؤشرات التوازن المالي والنسب المالية	مصادر التمويل	أن مصادر التمويل الخارجي تساعد على توليد السيولة وتحقيق أرباح دون الوقوع في مخاطر عدم السداد
سميرة مختاري (2015)	دور التحليل المالي لجدول سيولة الخزينة في تقييم السيولة المالية للمؤسسة	السيولة المالية	سيولة الخزينة	أن اعداد جدول سيولة الخزينة ضروري لما له من دور أساسي في تقييم السيولة المالية للمؤسسة.
محمد بوشوشة (2015-2016)	تأثير السياسة التمويلية على أمثليه الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية	السياسة التمويلية	الاداء المالي	ان اعتماد سياسة التمويلية يؤثر على الهيكل المالي فكلما كان توجه السياسة نحو تحقيق شروط

الهيكل المالي الأمثل كلما تحسنت وضعية الهيكل المالي المؤسسة				
تأثير نسب السيولة ونسب المديونية على القيمة السوقية للمؤسسة المسعرة في البورصة	نسب المالية للسيولة والمديونية المسعرة في بورصة قطر	القيمة السوقية للمؤسسات المسعرة في بورصة قطر	نسبة واحدة من السيولة التي لها تأثير على سعر السهم السوقي ويتالي القيمة السوقية، كما تؤثر كامل نسب المديونية على القيمة السوقية	صفاء ستو (2016/2015)
تأثير الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية	سياسة الاستدانة	العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على المبيعات ونمو رقم الأعمال	تؤثر كل من معدل العائد على المبيعات، ونمو رقم الأعمال عند مستوى معنوي 5% بطريقة عكسية، في حين لا تؤثر لنسبة الرافعة المالية على حقوق الملكية.	محي الدين طرفاوي وعبد الله مايو ومحمد زرقون (2017)
محددات الهيكل المالي في المؤسسات البترولية الوطنية	السيولة، الربحية، معدل النمو، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، حجم المؤسسة، عمر المؤسسة وهيكل الأصول	الهيكل المالي (الديون/الأموال الخاصة)	عمر المؤسسة والسيولة الليان يؤثران عكسيا على الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة إجمالي الديون الى الأموال الخاصة	بكري بالخير وقمو سهيلة (2017)
أثر الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسات البترولية الجزائرية	الاستدانة	الاداء المالي	وجود علاقة عكسية بين رفع المالي ومعدل العائد على الاصول للمؤسسات البترولية، في حين لا يؤثر الرفع	فاروق بوخيرة (2018/2017)

المالي على معدل نمو المبيعات				
---------------------------------	--	--	--	--

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الدراسات السابقة

الجدول رقم (2.1): يلخص الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

النتائج	المتغيرات		الهدف	دراسة
	التابعة	المستقلة		
تحتاج المؤسسة للحفاظ على السيولة الكافية التي من شأنها ان تؤثر بشكل كبير على الأرباح، والتي يتم تقسيم نسبة منها على المساهمين	نسب السيولة	نسبة الربحية	الكشف عن العلاقة بين السيولة والربحية	Qasim Saleem Ramiz Ur Rehman (2011)
كلما زادت الأصول السائلة للمؤسسة قلت الاستدانة، وأن المؤسسات ذات المدى الطويل هي شركات أكثر سيولة.	نسب السيولة	نسب الدين وهيكل الأصول الجارية	التحقيق في تأثير السيولة على هيكل رأسمال المؤسسات الكروانية	Nataša Šarlija Martina Harc (2011)
وجود علاقة سلبية وهامة بين قيمة المؤسسة وهيكل الرأسمال فهي غير قادرة على تحقيق فوائد، في حين أن العلاقة بين قيمة المؤسسة	قيمة المؤسسة	هيكل الرأسمال، ربحية المؤسسة، حجم المؤسسة وسيولتها	مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة	Abdel Majid Keddi Amina hammada (2016)

وحجمها هي إيجابية وأنها ذات دلالة إحصائية هامة، مما يدل على ان المؤسسة تستخدم إجمالي أصولها بشكل فعال لزيادة قيمتها.				
النسبة السريعة لها تأثير إيجابي على الرافعة المالية، علاوة على ذلك فإن الديون قصيرة الأجل تتأثر أكثر بالسيولة مقارنة بالديون طويلة الأجل.	الديون القصيرة والطويلة الأجل وإجمالي الديون	النسبة السريعة والنسبة الحالية	مدى تأثير السيولة على هيكل الرأسمال	Maziar Ghasemi Nazrul Hisyam Ab Razak (2016)

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الدراسات السابقة

الفرع الثاني: محل دراستنا الحالية من الدراسات السابقة

من خلال تحليلنا لأوجه التشابه والاختلاف في عدد جوانب من الدراسات السابقة، نستخلص ما يلي:

● من ناحية الهدف:

ركزت معظم الدراسات إلى دراسة أثر كل من السيولة على الهيكل المالي، وأثر كل من السيولة على الربحية... الخ، في حين اتفقت دراسة كل من فاروق بوخبزة ومحي الدين طرفاوي وآخرون مع دراستنا بشكل جزئي حيث دراستنا تدرس تأثير سياسة الاستدانة على سيولة المؤسسة، وهو جزء من الأداء المالي.

● من ناحية العينة:

أجرت معظم الدراسات السابقة عينتها على المؤسسات الاقتصادية في مختلف القطاعات، على غرار دراستنا التي أجريت على عينة من المؤسسات المدرجة في سوق المالي، وتختلف دراستنا من حيث المجتمع الذي يدرس بورصة دبي وهو ما يختلف عن باقي الدراسات.

● من ناحية الأدوات المستخدمة:

توافقت مجمل الدراسات مع دراستنا الحالية إلى دراسة الأثر والعلاقة بين المتغير التابع والمستقل وفق نموذج Panel Data عن طريق الاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10 وبرنامج Microsoft Excel لمعالجة معطيات، أما باقي الدراسات اعتمدت على طريقة المربعات الصغرى والانحدار المتعدد.

مع كل هذه الاختلافات الموجودة، جاءت دراستنا كإضافة إلى الدراسات السابقة والتي هدفت إلى التحقق من الفرضيات الموضوعة حيث ركزت دراستنا على دراسة أثر سياسة الاستدانة وذلك باستعمال نسب المديونية على سيولة المؤسسة والذي يعتبر موضوع لم يتم التطرق له بشكل كبير في حدود عملنا.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال هذا الفصل قمنا باستعراض المبحث الأول الذي تناولنا فيه الأسس النظرية لسياسة الاستدانة والمتمثلة في مختلف المفاهيم المتعلقة بالسياسة المالية وسياسة التمويل بالاستدانة وأهميتها، إلى جانب النظريات المفسرة لأمثليه الهيكل المالي، بينما ذكرنا أهم المفاهيم المتعلقة لمؤشر السيولة بالإضافة لأهم النسب المستخدمة في ذلك.

في حين كان المبحث الثاني حول عرض الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا والذي ينقسم إلى جزئين دراسات سابقة عربية وأخرى أجنبية، فمن خلال هذه الدراسات قدمنا فيها أهم جوانبها من حيث: الهدف، العينة، طريقة المعالجة وأهم النتائج، كما اختلفت هذه الدراسات في مكان وفترة الدراسة وكذلك كان هناك بعض الاختلاف في الأساليب الإحصائية والقياسية للوصول إلى أحسن النتائج في الدراسة.

الفصل الثاني:

الدراسة التطبيقية لتأثير سياسة
الاستدانة على سيولة المؤسسة

تمهيد

بعد إتمام الدراسة النظرية لهذه الدراسة والتعرف على أهم الجوانب المتعلقة بسياسة الاستدانة، بالإضافة إلى التعريف بمفاهيم السيولة والتطرق إلى مجموعة من الدراسات السابقة التي لها صلة مباشرة بموضوع دراستنا في الفصل الأول، سنحاول في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الواقع وذلك بإجراء دراسة على عينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي محاولين إبراز الجوانب المتعلقة بموضوع دراستنا.

ومن أجل التحقق من أثر سياسة الاستدانة على سيولة المؤسسة قمنا في المبحث الأول بعرض طريقة جمع البيانات وكيفية معالجتها عن طريق برامج Excel، أما المبحث الثاني سنتناول فيه النتائج المتوصل إليها بالاستعانة ببرنامج Eviews 10 ومناقشتها، وذلك كما يلي:

● المبحث الأول: الطريقة والأدوات.

● المبحث الثاني: تحليل النتائج ومناقشتها.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات

قصد معرفة مدى تأثير سياسة الاستدانة على السيولة تم اختيار سوق دبي المالي كمجتمع للدراسة، حيث نحاول في هذا المبحث التعريف بسوق دبي المالي (بورصة دبي)، والمؤسسات المختارة كعينة لإجراء دراستنا، ثم نقوم بالتطرق إلى الأدوات والتعريف بالمتغيرات المعتمدة.

المطلب الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة

سننظر في هذا المطلب إلى التعريف ببورصة دبي والخطوات المتبعة من أجل الحصول على عينة الدراسة.

الفرع الأول: مجتمع الدراسة

أولاً: نبذة عن سوق دبي المالي

تأسس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000، حيث بدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى مؤسسة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم، وتم طرح نسبة 20% من رأسمال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام، وقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيرا وتميزا فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم، وفي 7 مارس 2007 تم إدراج مؤسسة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM).¹

يخضع سوق دبي المالي تنظيميا لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل السوق، حيث يتعامل بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول.

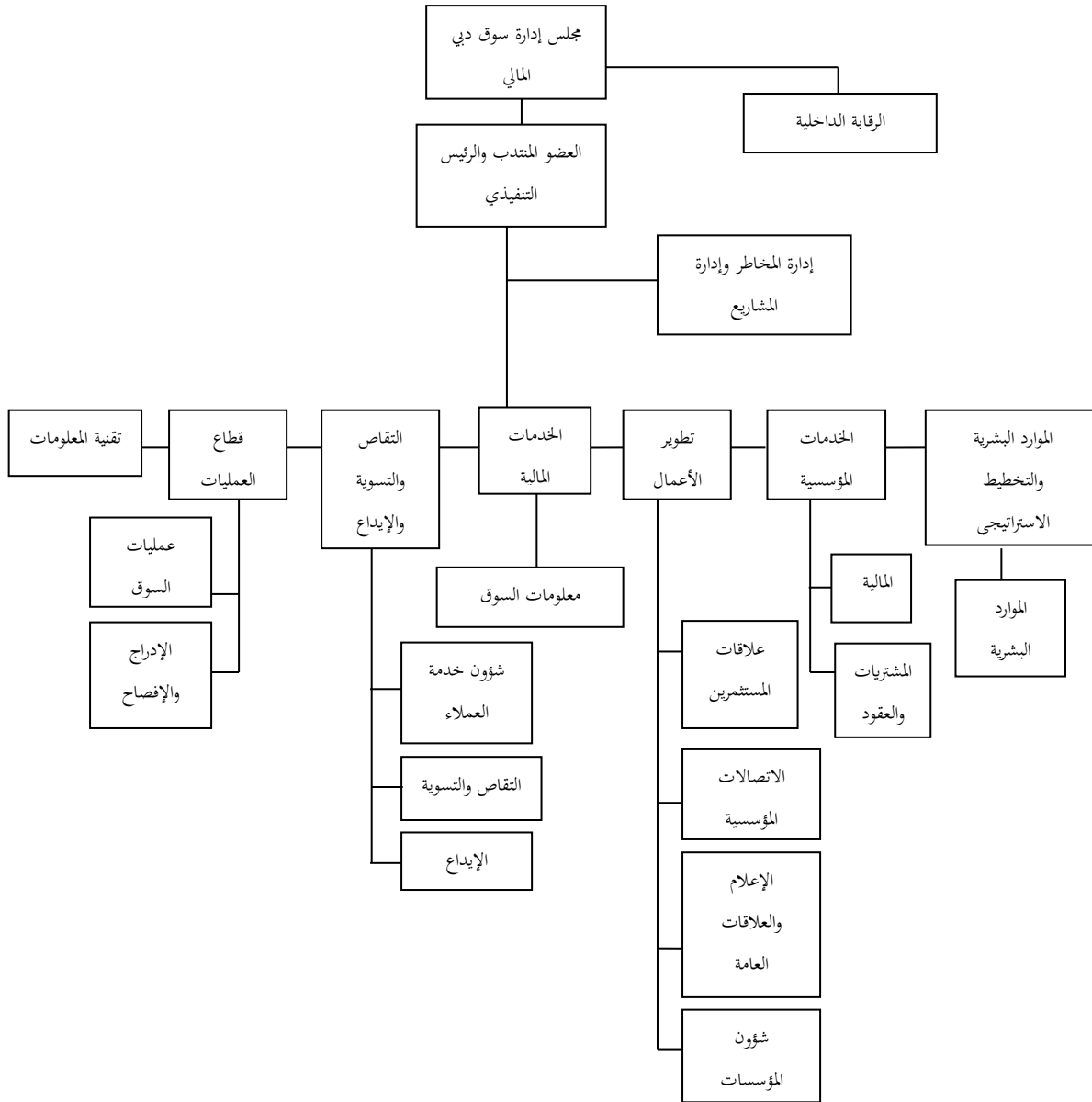
يتم اختيار المتعاملين مع السوق، وبخاصة مؤسسات الوساطة والمؤسسات الحفظ الأمين المعتمدة وفق معايير صارمة من شأنها حماية حقوق المستثمرين، تشمل قائمة المتعاملين المعتمدين في السوق المستثمرين والمؤسسات المدرجة، والوسطاء، ومؤسسات الحفظ الأمين، وجميعهم يلعبون دورا رئيسا ضمن هيكل السوق المالي.

¹ موقع بورصة دبي:

ثانيا: الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي

يتكون سوق دبي المالي من عدة أقسام بحسب اختلاف الخدمات التي يقدمها كالآتي:

الشكل رقم (1.2): الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي



المصدر: سوق دبي المالي،

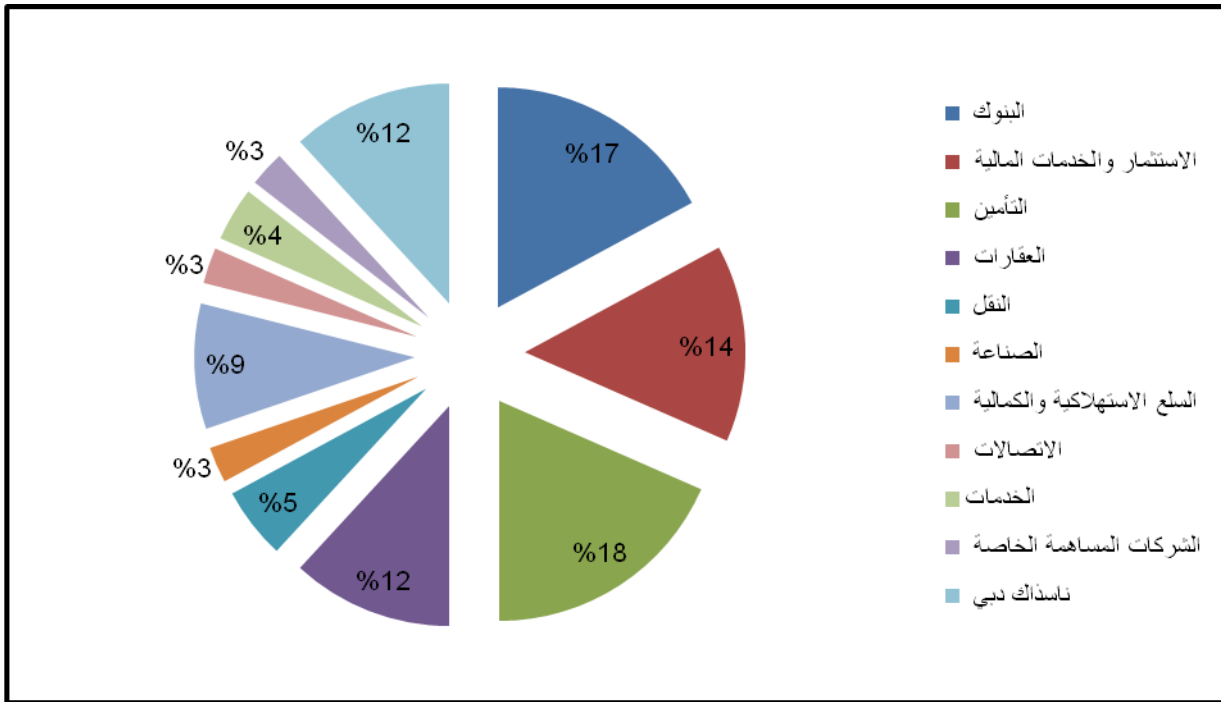
<https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm/dfm-org-structure>

يتكون سوق دبي المالي من مجلس إدارة ولجان منبثقة عن هذا المجلس وهو ما يساهم في زيادة الشفافية والكفاءة في كافة أعمال السوق من حيث الامتثال للرقابة الداخلية والتدقيق، ويشتمل على ستة دوائر رئيسية تركز على تحقيق الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة (دائرة التقاص، التسوية، الإيداع، دائرة العمليات، دائرة الخدمات المؤسسية، دائرة تطوير الأعمال، دائرة الخدمات المالية، ودائرة الموارد البشرية والتخطيط الاستراتيجي).

ثالثاً: المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي

يضم السوق 76 مؤسسة مدرجة مقسمة حسب القطاعات وفق ما يوضحه الشكل البياني التالي:

الشكل رقم 2-2: التوزيع النسبي للمؤسسات المدرجة في بورصة دبي



المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على برنامج Excel 2017 واعتماداً على البيانات المنشورة في موقع البورصة.

يبين الشكل البياني أعلاه التوزيع النسبي للمؤسسات المدرجة في بورصة دبي سنة 2018، حيث نلاحظ أن كل من قطاعات التأمين، البنوك والاستثمارات والخدمات المالية تحتوي على نسبة كبيرة من المؤسسات المدرجة في البورصة على غرار القطاعات الأخرى.

الفرع الثاني: عينة الدراسة

أولاً: العينة الأولية للدراسة

تشكل عينة الدراسة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، موزعة بحسب القطاعات، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2017، وقد تم وضع شروط لها لتكون ضمن العينة وهي كالتالي:

✓ أن تتوفر البيانات المتعلقة بالمؤسسات في الموقع الرسمي للبورصة؛

✓ أن تتوفر المعلومات على شكل PDF؛

✓ أن تكون سنتها المالية منتهية في 31 ديسمبر؛

✓ ألا تنتمي المؤسسة للقطاع المالي؛

✓ أن تكون المؤسسة وطنية.

من خلال هذه الشروط تم إلغاء المؤسسات التي لا تنطبق عليها الشروط، وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (1.2): جدول يوضح عملية اختيار العينة

النسبة %	العدد	البيان
100	76	عدد المؤسسات الإجمالي
32	24	القطاعات المالية
18	14	التأمين
3	2	مؤسسات المساهمة الخاصة
11	9	ناسداك دبي
7	5	البيانات غير متوفرة
71	54	عدد المؤسسات المستثناة
29	22	العينة النهائية

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على البيانات المنشورة في موقع البورصة

يوضح الجدول أعلاه العينة الأولية والتي تمثل جميع المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي وبعد الأخذ بعين الاعتبار الشروط السابقة الذكر تم الحصول على العينة النهائية للدراسة وذلك من خلال إلغاء كل من المؤسسات التابعة للقطاع المالي (البنوك، الاستثمارات والخدمات المالية، التأمين)، ومؤسسات المساهمة الخاصة ومؤسسات

ناسداك دبي، والمؤسسات التي لم تتوفر فيها كل المعلومات (إعمار العقارية، داماك العقارية دبي، إعمار للتطوير، الإمارات للمطبات، دي إكس بي إنترتينمنتس)، حيث كان العدد الأولي للعيينة 76 مؤسسة وتمثل العدد الملغى من المؤسسات 54 مؤسسة بنسبة 71% أي أن نسبة كبيرة من المؤسسات تم إلغائها لتستقر العينة على 22 مؤسسة مدرجة توفرت فيها جميع الشروط.

ثانيا: العينة النهائية للدراسة

تم الحصول على 22 مؤسسة كعينة نهائية من أجل إجراء دراستنا واختبار العلاقة بين سياسة الاستدانة وسيولة المؤسسة، ويمكن توضيح هذه المؤسسات والقطاعات التي تنتمي إليها من خلال الجدول التالي كما يلي:

الجدول رقم (2.2): مؤسسات عينة الدراسة حسب القطاعات

القطاع	النسبة من العينة %	رمز المؤسسة	اسم المؤسسة
العقارات	28	ARTC	ارابتك القابضة ش.م.ع
		DEYAAR	ديار للتطوير ش.م.ع
		DSI	دريك آند سكل إنترناشيونال ش.م.ع
		MAZAYA	المزايا القابضة
		UPP	الاتحاد العقارية ش.م.ع
		EMAARMALLS	إعمار مولز ش.م.ع
النقل	18	AGLTY	أجيلتي للمخازن العمومية ش.م.ع
		AIRARABIA	العربية للطيران ش.م.ع
		ARMX	أرامكس ش.م.ع
		GULFNAV	الخليج للملاحة القابضة ش.م.ع
الصناعة	9	NCC	الإسمنت الوطنية ش.م.ع
		NIND	الصناعات الوطنية القابضة
السلع الاستهلاكية والكمالية	23	DRC	دبي للمطبات ش.م.ع
		/..	/..

			../..
غلفا للمياه المعدنية والصناعات التحويلية ش.م.ع	GULFA		
مؤسسة الأغذية المتحدة ش.م.ع	UFC		
يونكاي للأغذية ش.م.ع	UNIKAI		
ماركة ش.م.ع	MARKA		
الإمارات للاتصالات المتكاملة	DU	9	الاتصالات
آن ديجيتال سيرفيس القابضة ش.م.ع	AAN		
الفردوس القابضة ش.م.ع	AL FIRDOUS	13	الخدمات
الوطنية للتبريد المركزي	TABREED		
أمانات القابضة ش.م.ع	AMANT		

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على البيانات المنشورة في موقع البورصة

نلاحظ من الجدول أعلاه أن المؤسسات المدرجة في العينة موزعة على مختلف القطاعات، حيث تنتمي معظم المؤسسات إلى قطاعات (العقارات، السلع الاستهلاكية والكمالية) بنسبة 50% من العينة، تليها المؤسسات المنتمية لقطاع النقل والخدمات بنسبة 31%، أما قطاع الصناعة والخدمات فيشكل أقل نسبة من المؤسسات المنتمية للعينة المدروسة.

المطلب الثاني: متغيرات وأدوات الدراسة

يتم في هذا المطلب تبيان كل من المتغيرات والأدوات التي نستعين بها من أجل الحصول على نتائج الدراسة لتحليلها.

الفرع الأول: مصادر البيانات ومتغيرات الدراسة

أولا: متغيرات الدراسة

يتكون موضوع الدراسة من متغيرين، الاستدانة كمتغير مستقل والسيولة كمتغير تابع:

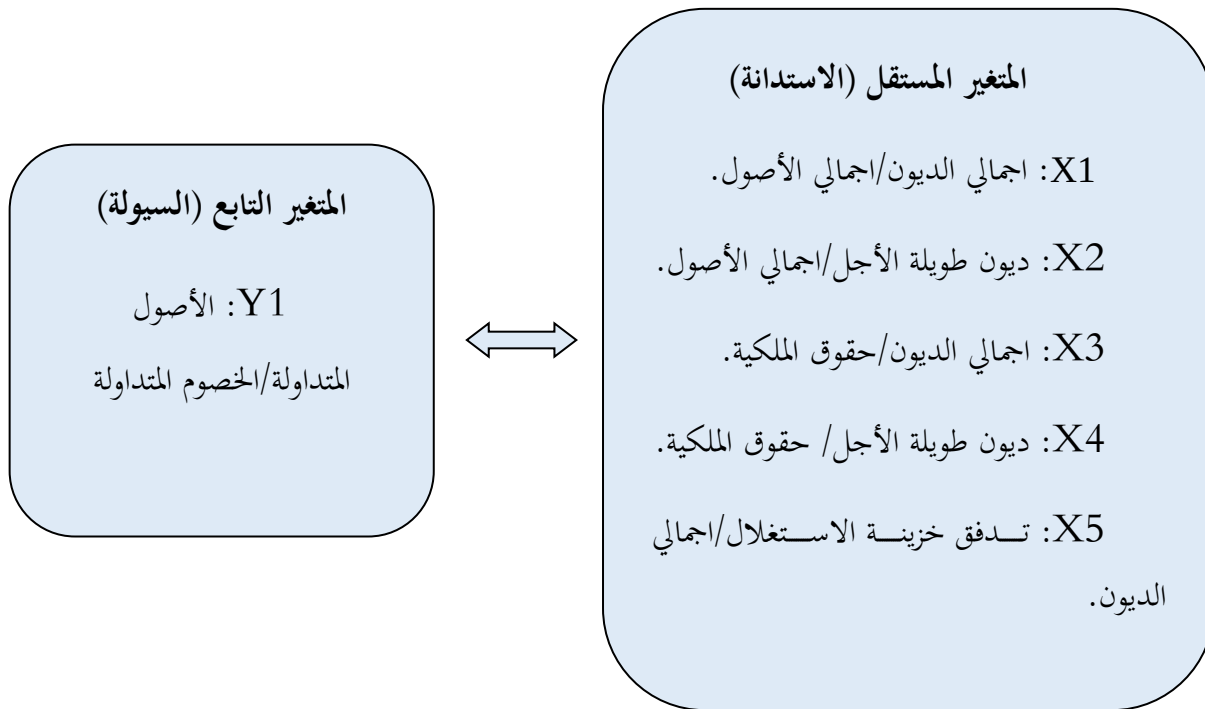
✓ **المتغير المستقل:** قمنا بتمثيل الاستدانة بمجموعة من النسب المالية التي تعكس سياسة الاستدانة في المؤسسة، حيث اعتمدنا على نسبة (ديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول) وللتعبير عن هذا المتغير سوف يتم استخدام الرمز X_1 ، كما اعتمدنا على نسبة (ديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول) وللتعبير عليها استخدمنا الرمز X_2 ، أما ديون طويلة الأجل/ حقوق الملكية فمثلناها بـ X_3 ، وديون طويلة الأجل/ حقوق الملكية رمزنا لها بـ X_4 ، أما تدفق خزانة الاستغلال/ إجمالي الديون X_5 ؛

✓ **المتغير التابع:** يمثل المتغير التابع نسبة التداول (الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة) والمعبر عنها برمز

Y_1 .

نمثل نموذج الدراسة في الشكل التالي:

الشكل رقم (3.2): نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الطلبة

يوضح الشكل أعلاه النسب المستعملة لانجاز الدراسة، حيث اعتمدنا على هذه النسب نظرا لاعتماد مجموعة من الدراسات السابقة عليها التي نذكر منها دراسة صفاء ستو (2015-2016)، ودراسة راضية بوزنادة

(2013-2014) وفقا لنموذج الدراسة والذي يوضحه الشكل رقم 2-3، فإن نموذج دراسة الانحدار

المتعدد لمتغيرات الدراسة الحالية كما توضحه المعادلة التالية:

$$Y_1 = C_0 + C_1X_1 + C_2X_2 + C_3X_3 + C_4X_4 + C_5X_5 \dots + \epsilon_t$$

الفرع الثاني: فرضيات وأدوات الدراسة

أولا: فرضيات الدراسة

شملت الدراسة مجموعة من الفرضيات المتمثلة في:

- ✓ هل يوجد تأثير لنسبة (إجمالي الديون/إجمالي الأصول) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟؛
- ✓ هل يوجد تأثير لنسبة (ديون طويلة الأجل/إجمالي الأصول) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟؛
- ✓ هل يوجد تأثير لنسبة (إجمالي الديون/ حقوق الملكية) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟؛
- ✓ هل يوجد تأثير لنسبة (ديون طويلة الأجل/ حقوق الملكية) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟؛
- ✓ هل يوجد تأثير لنسبة (تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الديون) على سيولة المؤسسة المدرجة في بورصة دبي؟.

ثانيا: أدوات الدراسة

من أجل الوصول إلى أهداف الدراسة والتحقق من صحة الفرضيات السابقة قمنا ببناء نماذج إحصائية تبحث عن وجود علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين الاستدانة والسيولة، وذلك بالاعتماد على نماذج تحليل بيانات البانل Panel بالاستعانة ببرنامج Excel لمعالجة البيانات وبرنامج Eviews 10 لتقدير نماذج الانحدار. ولتحليل النتائج المتحصل عليها من برنامج Eviews سنقوم بتطبيق ثلاث نماذج معروفة حسب منهجية Panel هي: نموذج الانحدار التجميعي (PRM)، نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)، ونموذج التأثيرات العشوائية (REM)، وذلك بإجراء الاختبارات التالية للمفاضلة بين النماذج واختبار المعنوية الإحصائية لنموذج المختار:

- ✓ اختبار HAUSMAN و BREUSH-PAGAN LM: من أجل المفاضلة بين النماذج؛
- ✓ اختبار المعنوية الإحصائية لمعاملات النموذج (Prob(t)): لمعرفة المعنوية الإحصائية بين المتغير المستقل

والتابع؛

- ✓ معامل التحديد (جودة التوفيق) (R-squared): لمعرفة القوة التفسيرية للمتغير المستقل على المتغير التابع؛
- ✓ الارتباط الخطي (Adjusted R-squared): لمعرفة نوع الارتباط بين المتغيرين؛
- ✓ اختبار جودة النموذج (إحصائيات فيشر) (Prob(F-statistic)): لمعرفة المعنوية الإحصائية لنموذج ككل؛
- ✓ اختبار Durbin-Watson stat (DW): لمعرفة الارتباط الذاتي بين الأخطاء؛
- ✓ اختبار White: لمعرفة تجانس التباين (تم استخدامه ضمناً في تقرير النموذج).

المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها

سوف نتناول في هذا المبحث عرض النتائج التطبيقية، انطلاقاً من العينة المختارة وباستخدام الطريقة والأدوات الإحصائية المذكورة سابقاً واختبار صحة الفرضيات وذلك في المطلب الأول، أما في المطلب الثاني سنعرض تحليل ومناقشة نتائج المتحصل عليها.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة التطبيقية

الفرع الأول: عرض نتائج مصفوفة الارتباط

لفحص شدة ارتباط عناصر عينة الدراسة، من خلال دراسة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، قمنا بإنشاء الجدول التالي:

الجدول رقم (3.2): مصفوفة معاملات الارتباط

X5	X4	X3	X2	X1	Y1	
					1	Y1
				1	-0.40478	X1
			1	0.00669	-0.15239	X2
../..						

						../..
		1	0.09702	0.06956	-0.04584	X3
	1	0.65988	0.56297	0.10418	-0.08025	X4
1	-0.10900	-0.14275	-0.00240	0.04980	-0.10797	X5

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

تكشف مصفوفة الارتباط المبينة أعلاه عن توفر معاملات ارتباط ضعيفة وعكسية بين المتغير التابع Y_1 والمتغيرات المستقلة (X_5, X_4, X_3, X_2) بنسبة تتراوح بين 4% و 15%، أما X_1 فنسبة 40% سالبة.

وقد كشفت النتائج عن وجود علاقة متوسطة بين كل من (X_4 و X_3, X_2) بنسبة 56%، 65% على التوالي، وبالنسبة للمتغيرات الأخرى فأظهرت النتائج عن استقلاليتها عن بعضها لأن معاملات الارتباط بينها ضعيفة ولا تتجاوز 14%.

الفرع الثاني: النماذج الانحدارية لسيولة المؤسسة بدلالة نسب الاستدانة

لمعرفة العلاقة القائمة بين متغيرات الدراسة قمنا بحساب كل من (النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة، نموذج الآثار العشوائية)، وتجميع النتائج في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4.2): نتائج النماذج الانحدارية لسيولة المؤسسة بدلالة نسب الاستدانة

الآثار العشوائية	الآثار الثابتة	النموذج التجميعي	البيان	
24.72253	13.46609	24.72253	المعلمة	C
0.0142	0.0000	0.0142	المعنوية	
-14.34585	7.275725	-14.34585	المعلمة	X1
0.0000	0.4939	0.00000	المعنوية	
-64.28405	-35.01725	-64.28405	المعلمة	X2
0.0758	0.0227	0.0758	المعنوية	
-0.701660	-0.001054	-0.701660	المعلمة	X3
0.2150	0.9837	0.2150	المعنوية	
../..				

			../..	
5.364862	-0.251775	5.364862	المعلمة	X ₄
0.1179	0.4807	0.1179	المعنوية	
-42.70904	-2.921204	-42.70904	المعلمة	X ₅
0.0615	0.0811	0.0615	المعنوية	
0.134563	0.671845	0.134563	R ²	
0.016923	0.00000	0.016923	F	
1.545727	1.473702	1.545727	DW	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ في النموذج العشوائي أن X₁ لديه نسبة معنوية عالية عند 1%، أما X₂ و X₅ لديهما نسبة معنوية عند 5%، وبالنسبة لـ X₃ و X₄ ليست لها معنوية لأنها أكبر من 5%، بالإضافة إلى أن النموذج له قدرة تفسيرية 13% ومعنوية عند 5% أما DW فكانت 1.54.

بالنسبة لنموذج الآثار الثابتة، فنجد أن X₂ و X₅ لديهما نسبة معنوية عند 5% و 10% على التوالي أما X₁، X₃، X₄ ليس لها معنوية لأنها أكبر من 5%، ولنموذج قدرة تفسيرية قدرت بـ 67% كذلك معنوية عند 1% و DW بـ 1.47.

أما نموذج الآثار العشوائية فقد تطابقت النتائج مع النموذج التجميعي ومما سبق نجد أنه هناك مشكلة في DW للنماذج الثلاث.

انطلاقاً من نتائج الجدولين السابقين نلاحظ بأن كل من المتغيرين X₃ و X₄ ليست لهما معنوية إحصائية بالإضافة إلى أن درجة الارتباط بلغت 66% وهي مرتفعة نوعاً ما لذلك سوف نحاول إعادة صياغة وتقدير مجموعة من المعادلات بحيث نقوم بإلغاء في كل مرة إحدى المتغيرين (X₃ أو X₄).

الفرع الثالث: اقتراح نماذج قياسية لسيولة المؤسسة بدلالة نسب الاستدانة

بما أنه لدينا مجموعة من المتغيرات المستقلة لذا نحاول البحث عن المتغيرات الأكثر تفسيراً، حيث قمنا بمجموعة من الاختبارات لمجموعة من المعادلات بحيث في كل مرة نلغي متغير للوصول إلى المعادلة المناسبة للدراسة.

الجدول رقم (5.2): جدول يوضح كيفية اختيار معادلة الدراسة

الرقم	01	02	03	04
معادلة النموذج	$Y=C+C_1X_1+C_2X_2+C_3X_3+C_4X_4+C_5X_5$	$Y=C+C_1X_1+C_2X_2+C_4X_4+C_5X_5$	$Y=C+C_1X_1+C_2X_2+C_3X_3+C_5X_5$	$Y=C+C_1X_1+C_2X_2+C_5X_5$
ProbC	0.0142	0.0099	0.0127	0.010
Prob X1	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Prob X2	0.0758	0.0776	0.1023	0.1019
Prob X3	0.2150	-	0.5847	-
Prob X4	0.1179	0.0475	-	-
Prob X5	0.0615	0.0785	0.0524	0.0502
R2	0.134563	0.143321	0.1415030	0.155067
Prob F	0.016923	0.008984	0.009512	0.003703
Akaike	10.19329	10.16935	10.17147	10.14150
Schwarz	10.39235	10.3352	10.33735	10.27421

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

من الجدول أعلاه نجد أنه بعد إزالة X_3 نلاحظ أن كل من Akaike و Schwarz تنخفض إلى 10.17 و 10.33 على التوالي، وعند إزالة X_4 نحصل على نفس النتيجة، أما عند إزالة X_3 و X_4 نجد أن النموذج أصبح أفضل وذلك بنسبتي Akaike و Schwarz تقدر ب 10.14 و 10.27 على التوالي، وعلى هذا الأساس نختار المعادلة رقم 4 والمتمثلة في:

$$Y_1 = C + C_1X_1 + C_2X_2 + C_3X_5 + \epsilon_t$$

الفرع الرابع: نتائج النماذج الانحدارية بعد اختيار المعادلة الأفضل

بناءً على ما سبق فإنه يمكن الاعتماد على المتغيرات المستقلة الثلاثة X_3, X_2, X_1 لتفسير المتغير التابع Y_1 حيث نكتب المعادلة كما يلي:

$$Y_1 = C_0 + C_1X_1 + C_2X_2 + C_5X_5 + \dots + \epsilon_t$$

وسنقوم باختبار نماذج تحليل بيانات البائل لهذه المعادلة، والجدول التالي يلخص النماذج الانحدارية الثلاثة

كما يلي:

الجدول رقم (6.2): نتائج النماذج بعد اختيار المعادلة

الآثار العشوائية	الآثار الثابتة	النموذج التجميعي	البيان	
22.79620	13.50587	22.79620	المعلمة	C
0.0107	0.0000	0.0107	المعنوية	
-14.07682	7.246732	-14.07682	المعلمة	X1
0.0000	0.4838	0.0000	المعنوية	
-43.20872	-35.91685	-43.20872	المعلمة	X2
0.1019	0.0204	0.1019	المعنوية	
-43.30040	-2.853301	-43.30040	المعلمة	X5
0.0502	0.0023	0.0502	المعنوية	
0.155067	0.687814	0.155067	R2	
0.003703	0.000000	0.003703	F	
1.545260	1.473815	1.545260	DW	

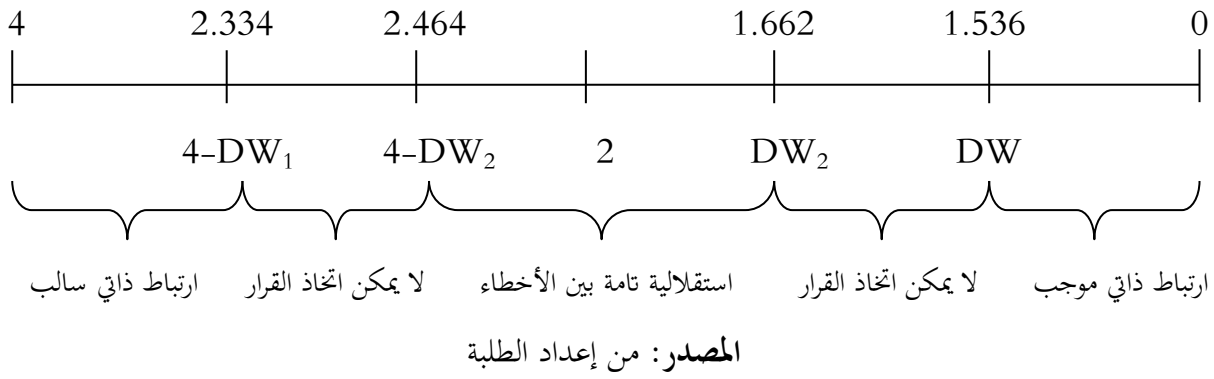
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

نجد من الجدول أعلاه أن هناك تطابق بين نموذج الآثار العشوائية والنموذج التجميعي المتغير X_1 بمعنوية عند 1% و X_5 عند 5% أما X_2 ليس له معنوية لأنها أكبر من 5%، كما أن النموذج لديه قدرة تفسيرية 15% ومعنوية عند 1% في حين إحصائية DW بقيمة 1.54، وفي نموذج الآثار الثابتة نجد X_2 ، X_5 لديهما نسبة معنوية 5%، 1% على التوالي و X_1 ليس له معنوية لأنها أكبر من 5%.

نلاحظ وجود مشكلة إحصائية في DW للنماذج الثلاث وذلك بناء على النتائج المبينة في الشكل 2-3

كما يلي:

الشكل رقم (4.2): مناطق القبول والرفض لاختبار DW



بناءً على الشكل أعلاه، نلاحظ بأن إحصائية DW لجميع النماذج محصورة بين قيمة DW_1 وقيمة DW_2 وبالتالي فهي في منطقة عدم اتخاذ القرار، وللتخلص من هذا المشكل نقوم بعملية التصحيح من الدرجة الأولى.

الفرع الخامس: نتائج اختبار النموذج الأمثل

أولاً: نتائج النماذج الانحدارية بعد إجراء التصحيح والمفاضلة بينها

على ضوء ما سبق وهو وجود مشكلة في إحصائية DW قمنا بإجراء التصحيح من الدرجة الأولى وكانت النتائج بالنسبة للنماذج الانحدارية لبيانات البائل كما يلي:

الجدول رقم (7.2): النموذج التجميعي بعد التصحيح

Dependent Variable: D(Y1)
Method: Panel Least Squares
Date: 04/29/19 Time: 17:17
Sample (adjusted): 2016 2017
Periods included: 2
Cross-sections included: 22

Total panel (balanced) observations: 44

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-55.58916	0.097947	-5.444770	C
0.3340	0.977949	8.098829	7.920242	D(X1)
0.0005	-3.756353	4.751188	-17.84714	D(X2)
0.0027	-3.203235	7.984953	-25.57768	D(X5)
-4.812512	Meandependent var	0.345910	R-squared	
26.72419	S.D. dependent var	0.296853	Adjusted R-squared	
9.143334	Akaike info criterion	22.40927	S.E. of regression	
9.305533	Schwarz criterion	20087.01	Sumsquaredresid	
9.203485	Hannan-Quinn criter.	-197.1534	Log likelihood	
0.028585	Durbin-Watson stat	7.051215	F-statistic	
		0.000648	Prob(F-statistic)	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

نلاحظ من الجدول أعلاه أن D(X1) ليس لديه معنوية لأنها أكبر من 5% و D(X2) لديه معنوية عند 1% أما D(X5) له معنوية عند 5%، وبالنسبة للنموذج ككل نجد أن له معنوية عند 1% وقدرة تفسيرية 29% كذلك قدر DW بـ 0.02.

الجدول رقم (8.2): نموذج الآثار الثابتة بعد التصحيح

Dependent Variable: D(Y1)
Method: Panel Least Squares
Date: 04/29/19 Time: 17:17
Sample (adjusted): 2016 2017
Periods included: 2
Cross-sections included: 22

Total panel (balanced) observations: 44

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-17.63273	0.285573	-5.035435	C
0.0000	31.25101	0.269947	8.436125	D(X1)
0.5076	0.675331	8.198321	5.536580	D(X2)
0.6293	-0.490610	7.536455	-3.697461	D(X5)

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
-4.812512	Mean dependent var	0.998128	R-squared
26.72419	S.D. dependent var	0.995764	Adjusted R-squared
4.241517	Akaike info criterion	1.739353	S.E. of regression
5.255261	Schwarz criterion	57.48164	Sumsquared resid
4.617462	Hannan-Quinn criter.	-68.31337	Log likelihood
3.826087	Durbin-Watson stat	422.1601	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

من خلال الجدول أعلاه نجد أن $D(X_2)$ و $D(X_5)$ ليس لديهما معنوية، و $D(X_1)$ لديه معنوية عند 1%، أما بالنسبة للنموذج ككل نجد أن له معنوية عند 1% وقدرة تفسيرية 99% كذلك قدر DW بـ 3.82.

الجدول رقم (9.2): نموذج الآثار العشوائية بعد التصحيح

Dependent Variable: D(Y1)

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 04/29/19 Time: 15:08

Sample (adjusted): 2016 2017

Periods included: 2

Cross-sections included: 22

Total panel (balanced) observations: 44

Swamy and Arora estimator of component variances

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	-16.08659	0.313176	-5.037940	C
0.0000	19.17719	0.439806	8.434246	D(X1)
0.0000	32.22149	0.168898	5.442132	D(X2)
0.0000	-14.40907	0.266426	-3.838954	D(X7)
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.9945	23.43511		Cross-section random	
0.0055	1.739353		Idiosyncratic random	
Weighted Statistics				
-0.252221	Mean dependent var	0.989297	R-squared	
15.66799	S.D. dependent var	0.988494	Adjusted R-squared	
112.9839	Sum squared resid	1.680654	S.E. of regression	
1.946647	Durbin-Watson stat	1232.378	F-statistic	
		0.000000	Prob(F-statistic)	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

يبين الجدول أعلاه أن كل من $D(X1)$ ، $D(X2)$ و $D(X5)$ لديهم معنوية عند 1%، أما بالنسبة للنموذج ككل لديه معنوية عند 1% وقدرة تفسيرية تصل إلى 98% أما DW فهي 1.94.

من خلال ما سبق نلجأ لكل من اختبار LM و HAUSMAN لاختيار أفضل نموذج:
أ. اختبار HAUSMAN: يقوم هذا الاختبار على المقاضلة بين كل من نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة، وفق هذا الاختبار نختبر الفرضيتين التاليتين:

H_0 = نموذج الآثار العشوائية هو الملائم لدراسة العلاقة بين الاستدانة والسيولة؛

H_1 = نموذج الآثار الثابتة هو الملائم لدراسة العلاقة بين الاستدانة والسيولة؛

والجدول التالي يبين نتائج اختبار HAUSMAN:

الجدول رقم (10.2): نتائج اختبار HAUSMAN

CorrelatedRandomEffects - Hausman Test			
titled			
Test cross-section randomeffects			
Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
1.0000	3	0.000000	Cross-section random

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن $(Prob > 0.05)$ ، ومنه نقبل الفرضية H_0 ونرفض H_1 أي أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم لإدخال جميع متغيرات المستقلة.

ب. اختبار BREUSH-PAGAN LM: يسمح لنا هذا الاختبار بالمفاضلة بين النموذج التجميعي

من جهة ونموذج الآثار العشوائية:

H_0 = نقبل النموذج التجميعي؛

H_1 = نقبل نموذج الآثار العشوائية.

والجدول التالي يبين نتائج BREUSH-PAGAN LM:

الجدول رقم (11.2): نتائج اختبار BREUSH-PAGAN LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided			
(all others) alternatives			
Test Hypothesis			
Both	Time	Cross-section	
22.39046	1.043011	21.34745	Breusch-Pagan
(0.0000)	(0.3071)	(0.0000)	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

من خلال الجدول أعلاه نجد أن $(Prop < 0.05)$ في هذه الحالة نقبل الفرضية H_1 ، حيث أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأمثل.

ثانيا: تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المختار

أ. تقدير المعادلة: من خلال الجدول رقم 2-10 وبناء على أنه هناك معنوية لكل المتغيرات، وكذلك النموذج لديه معنوية وعليه تكون المعادلة كما يلي:

$$Y_1 = -5.037940 + 8.434246 X_1 + 5.442132 X_2 - 3.838954 X_5$$

ب. اختبار المعنوية المتغيرات: انطلاقا من الجدول أعلاه نلاحظ أن معنوية كل من المتغيرات هي 0.0000 أي أن المعلمة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%.

ج. اختبار معنوية النموذج: من الجدول نجد أن معنوية النموذج هي 0.0000 أي أن المعلمة عند مستوى معنوية 1%.

د. الارتباط الخطي: انطلاقا من الجدول نجد أن $R^2 = 0.988494$ أي أن المتغيرات المستقلة تفسر 98% من المتغيرات الكلية للمتغير التابع.

هـ. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء: من خلال إحصائية DW الذي يساوي 1.946647 وبناءا على الشكل رقم 2-4 نجد أن هذه القيمة محصورة بين DW_2 و $4-DW_2$ وبالتالي عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

المطلب الثاني: مناقشة النتائج

من خلال عرض نتائج الدراسة سوف نقوم بتفسير مختلف نتائج الدراسة في شكل استنتاجات على النحو التالي:

- نلاحظ أن متغيرات الاستدانة (X_3 و X_4) ليس لها تأثير على سيولة المؤسسة، حيث بعد إلغائها تحسنت القدرة التفسيرية للنموذج؛
- نلاحظ بأن هناك ارتباط متوسط بين متغيرات الاستدانة X_3 و X_4 ؛
- بعد إلغاء متغيرات الاستدانة X_3 و X_4 نلاحظ بأن النموذج تحسنت قدرته التفسيرية والمعنوية خاصة بعد إجراء التصحيح من الدرجة الأولى، ونلاحظ بأن المتغيرات X_1 و X_2 و X_5 لديها معنوية وبالتالي هناك تأثير لهذه النسب على سيولة المؤسسة؛
- توصلت الدراسة إلى أنه عند زيادة نسبة (إجمالي الديون / إجمالي الأصول) بوحدة واحدة مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة (ديون طويلة الأجل / إجمالي الأصول)، (تدفق خزانة الاستغلال / إجمالي الديون) تزيد نسبة التداول بـ 8.43 ومنه توجد علاقة طردية بين المتغيرين؛
- من خلال الدراسة وجدنا أنه عند زيادة نسبة (ديون طويلة الأجل / إجمالي الأصول) بوحدة واحدة مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة (إجمالي الديون / إجمالي الأصول)، (تدفق خزانة الاستغلال / إجمالي الديون) تزيد نسبة التداول بـ 5.44 ومنه توجد علاقة طردية بين المتغيرين؛
- عند زيادة نسبة (تدفق خزانة الاستغلال / إجمالي الديون) بوحدة واحدة مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة (إجمالي الديون / إجمالي الأصول)، (ديون طويلة الأجل / إجمالي الأصول) تنخفض نسبة التداول بـ 3.83 ومنه توجد علاقة عكسية بين المتغيرين؛
- نلاحظ بأن القدرة التفسيرية لنموذج مرتفعة جدا 98% أي أن المتغيرات X_1 و X_2 و X_5 مجتمعة تفسر نسبة السيولة بنسبة 98%؛

- تؤثر نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول بشكل إيجابي على نسبة التداول وبالتالي على السيولة، والزيادة في هذه النسبة تؤدي إلى ارتفاع نسبة السيولة في المؤسسة مما يزيد في ربحية المؤسسة.
- كما تؤثر نسبة ديون طويلة الأجل على إجمالي الأصول بشكل إيجابي أيضاً، في حين تؤثر نسبة تدفق خزينة الاستغلال على إجمالي الديون بالسلب، حيث تعبر هذه النسبة على مدى تغطية تدفق خزينة الاستغلال لإجمالي الديون وهذا يدل على قدرة المؤسسة على سداد ديونها وبالتالي كلما ارتفعت هذه النسبة تؤدي إلى انخفاض نسبة التداول مما يسبب انخفاض في سيولة المؤسسة.

خلاصة الفصل الثاني:

تناولنا في هذا الفصل الدراسة التطبيقية التي بينا من خلالها أثر الاستدانة المعبر عنها بالنسب (إجمالي الديون/ إجمالي الأصول، ديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول)، (تدفق خزينة الاستغلال/ إجمالي الديون) على السيولة المعبر عنها بنسبة التداول، حيث أجريت هذه الدراسة على عينة مكونة من 22 مؤسسة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، وقمنا بجمع البيانات التي ساعدتنا في حساب النسب اللازمة لإنجاز الدرس، والقيام بمعالجتها بالاعتماد على الأسلوب الإحصائي تحليل البيانات Panel ثم اختبار الفرضيات بالاستعانة ببرنامج Eviews10 وبرنامج Microsoft EXCEL لمعالجة معطيات.

حيث كشفت الدراسة عن وجود علاقة تأثير عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبي (إجمالي الديون/ إجمالي الأصول)، (ديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول) ونسبة التداول، ووجود علاقة تأثير عكسية ذات دلالة إحصائية أيضا بين كل من (نسبة تدفق خزينة الاستغلال/ إجمالي الديون ونسبة التداول).

الختام

الخاتمة

تمحور موضوع هذا البحث حول دراسة تأثير سياسة الاستدانة، حيث من خلاله أردنا الإجابة على الإشكالية التالية: إلى أي مدى يمكن أن تؤثر سياسة الاستدانة (المديونية) على سيولة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في بورصة دبي؟ وهذا من خلال الاعتماد على عينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي خلال الفترة من 2015 إلى 2017، وبناء على ذلك تم تقسيم الدراسة إلى فصلين، الفصل الأول يتناول الجانب النظري لمتغيرات الدراسة أما الفصل الثاني فقد أسقطنا الجانب النظري على الجانب التطبيقي. وستناول في هذه الخاتمة مختلف النتائج النظرية والتطبيقية واختبار الفرضيات:

أولاً: نتائج البحث واختبار فرضياته

أ. النتائج النظرية:

من خلال الأدبيات النظرية استخلصنا النتائج التالية:

- تتمثل الاستدانة في اعتماد المؤسسة في تمويل احتياجاتها الاستثمارية على مصادر تمويل خارجية سواء كانت قرض، سندات، ... الخ، مما يؤثر على الأرباح المؤسسة؛
- السيولة هي عبارة قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها قصيرة الأجل، حيث تتضمن عدة نسب منها نسبة التداول ونسبة السيولة السريعة وكلما ارتفعت نسبة السيولة فإن المؤسسة ستمتلك هامش أكبر من السلامة لتغطية الالتزامات.

ب. النتائج التطبيقية:

تم التوصل إلى النتائج التالية:

- نلاحظ أن متغيرات الاستدانة (X_3 و X_4) ليس لها تأثير على سيولة المؤسسة؛
- تؤثر نسبي إجمالي الديون على إجمالي الأصول وديون طويلة الأجل على إجمالي الديون بشكل إيجابي على نسبة التداول وبالتالي على السيولة، والزيادة في هذه النسبتين تؤدي إلى ارتفاع نسبة السيولة في المؤسسة مما يزيد في ربحية المؤسسة.
- في حين تؤثر نسبة تدفق خزية الاستغلال على إجمالي الديون بالسلب، وبالتالي كلما ارتفعت هذه النسبة تؤدي إلى انخفاض نسبة التداول مما يسبب انخفاض في سيولة المؤسسة.

وهنا نجد أن دراستي لم تتوافق مع دراسة صفاء ستو (2015-2016) والتي توصلت نتائجها إلى أنه لا يوجد تأثير لنسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول على القيمة السوقية والتي كان لها تأثير إيجابي على السيولة، وأن نسبة تدفق خزانة الاستغلال على إجمالي الديون تؤثر بشكل إيجابي على عكس نتائج دراستنا، كما اتفقت دراستنا مع دراسة راضية بوزنادة (2013-2014) في أن لسياسة الاستدانة أثر إيجابي على مردودية المؤسسة.

انطلاقاً مما سبق يمكن أن:

- نقبل الفرضية الأولى: تؤثر نسبة (إجمالي الديون/إجمالي الأصول) على سيولة المؤسسة، لوجود علاقة طردية بين هذه النسبة والسيولة؛
- نقبل الفرضية الثانية: تؤثر نسبة (ديون طويلة الأجل/إجمالي الأصول) على سيولة المؤسسة، لوجود علاقة طردية بين هذه النسبة والسيولة؛
- نرفض الفرضية الثالثة: تؤثر نسبة (إجمالي الديون/ حقوق الملكية) على سيولة المؤسسة، لعدم تأثيرها على السيولة؛
- نرفض الفرضية الرابعة: تؤثر نسبة (ديون طويلة الأجل/ حقوق الملكية) على سيولة المؤسسة، لعدم تأثيرها على السيولة؛
- نقبل الفرضية الخامسة: تؤثر نسبة (تدفق خزانة الاستغلال/إجمالي الديون) على سيولة المؤسسة، لوجود تأثير سلبى بين النسبة والسيولة.

ثانياً: التوصيات والاقتراحات

- على المؤسسة عدم الإفراط في اللجوء للاستدانة والأخذ بعين الاعتبار المخاطر التي من الممكن أن تؤدي إليها؛
- العمل على الاهتمام بتحليل النسب المالية لما له من أهمية في وضع مؤشرات هامة عن وضع المؤسسات ولفت أنظار القائمين عليها بجدوى تحليل النسب المالية؛
- الاهتمام بالتحليل النسب المالية على غرار التي استخدمناها في بحثنا وذلك لغرض كشف مواطن القوة والضعف في المؤسسة من ثم تحقيق الاستمرارية والنمو.

ثالثاً: أفاق الدراسة

إن البحث في مجال تمويل المؤسسة الاقتصادية واسعاً إيتوفر فيه العديد من التساؤلات التي يصلح أن تزيح الغموض من خلال دراستها نذكر منها:

- إعادة نفس موضوع البحث على عينة أكبر ولفترة أطول لتعميم نتائج الدراسة بشكل أفضل؛
- أثر الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية؛
- المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية عند لجوئها للاستدانة.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ. الكتب:

1. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2006.
2. رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2001.
3. شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقاً للمعايير الدولية للإبلاغ المالي، الطبعة الثانية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2015.
4. عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2009.
5. عدنان تايه وارشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي (اتجاهات معاصرة)، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008.
6. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010.
7. منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية-مصر، 1999.
8. هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2000.

ب. المذكرات الجامعية:

9. بن المرفق سهيلة، أثر تقلبات معدل الفائدة على أداء المؤسسة، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة-الجزائر، 2006/2005.
10. بن هدى خالد، دور التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة حليب النجاح -، مذكرة ماستر، جامعة أبي بلقايد، تلمسان-الجزائر، 2016/2015.

11. راضية بوزنادة، تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة المؤسسة الوطنية للملح ENASEL بقسنطينة خلال الفترة (2010-2013) -، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2013-2014.
12. سميرة مختاري، دور التحليل المالي لجدول سيولة الخزينة في تقييم السيولة المالية للمؤسسة -دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب (أوماش بـ بسكرة) -، مذكرة ماستر، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2015.
13. صفاء ستو، تأثير نسب السيولة ونسب المديونية على القيمة السوقية للشركة المسعرة في البورصة -دراسة لعينة من الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2014) -، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة-الجزائر، 2015-2016.
14. عقي حمزة، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2016/2017.
15. عقيلة زهري، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة بالمدرية الجهوية لتوزيع الوسط سونلغاز بمركز التوزيع الحضري بورقلة خلال الفترة (2012/2014)، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2014/2015.
16. فاروق بوخبزة، أثر الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسات البترولية الجزائرية -دراسة حالة عينة من المؤسسات خلال الفترة (2010-2016) -، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2017/2018.
17. كروان لعور، أثر أساليب التمويل على الوضعية المالية في المؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة دباخ الطاهر لأشغال البناء والنظافة العمومية وتركيب الشبكات الهاتفية والكهربائية بتقوت خلال الفترة (2011-2013) -، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2014-2015.
18. محمد البشير بن عمر، دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين الأداء المالي للمؤسسة -دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال في الفترة الزمنية (2008/2013) -، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2016/2017.

19. محمد بوشوشة، تأثير السياسة التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية -، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2015-2016.

ج. المقالات والمجلات

20. بكاري بالخير وقمو سهيلة، محددات الهيكل المالي في المؤسسات البترولية الوطنية - دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات العاملة في منطقة حاسي مسعود للفترة (2009-2014)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي-الجزائر، الجزء 10، 2017.

21. دادان عبد الوهاب، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، 2010/2009.

22. سليمان شلاش وآخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001)، مجلة المنارة، العدد 01، المجلد 14، 2008.

23. عبد المجيد عدنان قباجة، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين -دراسة تطبيقية للفترة (2006-2016)، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 02، المجلد 04، بيت لحم-فلسطين، 2018.

24. محمد بوشوشة، سياسة الاستدانة في المؤسسة: المفاصلة بين التمويل البنكي والتمويل السندي، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة الحاج لخضر، بسكرة-الجزائر، العدد 04، سبتمبر 2012.

25. محمد زرقون وعبد الله مايو ومحي الدين طرفاوي، تأثير الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة حالة عينة من الشركات خلال الفترة (2006-2014)، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي-الجزائر، العدد 12، جوان 2017.

26. محمد زرقون ونفيسة حجاج، أثر الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم -دراسة حالة سوق باريس للفترة من (2011-2014) -، مجلة إضافات اقتصادية، جامعة غرداية، غرداية-الجزائر، العدد 04، المجلد 02، سبتمبر 2018.

27. محمد زيدان وجمال قدام، اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر -دراسة قياسية للفترة (2011-2013)، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة حمه لخضر، الوادي-الجزائر، العدد 9، ديسمبر 2015.

د. البحوث والمطبوعات الجامعية

28. حياة نجار، محاضرات في التحليل المالي للمؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، الجزائر، 2016/2015.

29. سعيدة بوديمة، التسيير المالي-مطبوعة دروس-، جامعة 08 ماي 1945، قالمة-الجزائر، 2015/2014.

هـ. المواقع الإلكترونية

30. شفافيّات مبادئ الادارة المالية، الفصل الثالث، تاريخ الاطلاع: 2019/05/20 على الساعة 22.45، الموقع التالي:

<http://eacademic.ju.edu.jo/fhaddad/Lists/Announcements/DispForm.aspx?ID=1>

31. موقع بورصة دبي:

<https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm/dfm-org-structure>

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

أ. المذكرات الجامعية:

32. Abdelmajid Keddi & Amina Hammada, **Effect of financial structure on value of the company An empirical study on the non-financial companies listed in Kuwait Stock Exchange (2010-2014)**-, Université de Laghouat, Revue DIRASSAT – N0 26A -, Juin 2016 .

ب. المقالات والمجلات:

33. Maziar Ghasemi & Nazrul Hisyam Ab Razak, The Impact of Liquidity on the Capital Structure -Evidence from Malaysia -, **International Journal of Economics and Finance**, Vol 08, No 10, 2016.

34. Nataša Šarlija & Martina Harc, The impact of liquidity on the capital structure -a case study of Croatian frms -, **Business Systems Research**, Vol 03, No 01, June 2012.

35. Qasim Saleem, Impacts of liquidity ratios on profitability -Case of oil and gas companis of Pakistan-, **Interdisciplinary Journal of Research in Business**, Vol 01, Issue 07, July 2011 .

الملاحق

الملحق رقم 1: أسماء ورموز مؤسسات عينة الدراسة

اسم المؤسسة	رمزها	سنة تأسيسها	الموقع الرسمي لها
ارابتك القابضة ش.م.ع	ARTC	29 نوفمبر 2004	http://www.arabtechholding.com
ديار للتطوير ش.م.ع	DEYAAR	6 يناير 2001	http://www.deyaar.ae
دريك آند سكل إنترناشيونال ش.م.ع	DSI	16 نوفمبر 2008	http://www.drakescul.com
المزايا القابضة	MAZAYA	7 نوفمبر 1998	http://www.mazayarealestate.com
الاتحاد العقارية ش.م.ع	UPP	28 أكتوبر 1993	http://www.up.ae
إعمار مولز ش.م.ع	EMAARMA LLS	28 ديسمبر 2005	/
أجيليتي للمخازن العمومية ش.م.ع	AGLTY	21 مايو 1979	www.agility.com
العربية للطيران ش.م.ع	AIRARABIA	3 مارس 2003	www.airarabia.com
أرامكس ش.م.ع	ARMX	15 يونيو 2005	http://www.aramex.com
الخليج للملاحة القابضة ش.م.ع	GULFNAV	15 مارس 2003	http://www.gulfnav.com
الإسمنت الوطنية ش.م.ع	NCC	10 أبريل 1968	http://www.nationalcement.ae
الصناعات الوطنية القابضة	NIND	20 يونيو 2006	www.nigroup.net
دبي للمطبات ش.م.ع	DRC	1 يناير 1959	http://www.pepsidrc.com
غلفا للمياه المعدنية والصناعات التحويلية ش.م.ع	GULFA	28 مارس 1977	http://gulfa.ae
شركة الأغذية المتحدة ش.م.ع	UFC	4 نوفمبر 1976	www.unitedfoods.ae
يونكاي للأغذية ش.م.ع	UNIKAI	11 أبريل 1977	http://www.unikai.com
			../..

الملاحق

			../..
www.markaholding.com	23 يونيو 2014	MARKA	ماركة ش.م.ع
www.du.ae	28 ديسمبر 2005	DU	الإمارات للاتصالات المتكاملة
www.aan-digital.com	22 مايو 1999	AAN	آن ديجيتال سيرفيس القابضة ش.م.ع
http://www.alfirdousholdings.info	1 يونيو 1998	AL FIRDOUS	الفردوس القابضة ش.م.ع
http://www.tabreed.ae	10 يونيو 1998	TABREED	الوطنية للتبريد المركزي

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على البيانات المنشورة في موقع البورصة

الملحق رقم 2: يبين مخرجات برنامج Eviews10 لتمثيل العلاقة بين السيولة وجميع نسب الاستدانة

نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: Y1
Method: Panel Least Squares
Date: 05/11/19 Time: 18:42
Sample: 2015 2017
Periods included: 3
Cross-sections included: 22

Total panel (balanced) observations: 66

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	5.815090	2.315714	13.46609	C
0.4939	0.690540	10.53629	7.275725	X1
0.0227	-2.372047	14.76246	-35.01725	X2
0.9837	-0.020572	0.051227	-0.001054	X3
0.4807	-0.711979	0.353627	-0.251775	X4
0.0811	-1.790454	1.631544	-2.921204	X5

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

10.07694	Mean dependent var	0.803107	R-squared
40.71982	S.D. dependent var	0.671845	Adjusted R-squared
9.429127	Akaike info criterion	23.32627	S.E. of regression
10.32489	Schwarz criterion	21220.49	Sumsquared resid
9.783087	Hannan-Quinn criter.	-284.1612	Log likelihood
1.473702	Durbin-Watson stat	6.118349	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

نموذج الآثار العشوائية

Dependent Variable: Y1
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/11/19 Time: 18:44
 Sample: 2015 2017
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 22
 Total panel (balanced) observations: 66
 Swamy and Arora estimator of component variances
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0142	2.525331	9.789817	24.72253	C
0.0000	-7.898662	1.816238	-14.34585	X1
0.0758	-1.806916	35.57666	-64.28405	X2
0.2150	-1.253079	0.559949	-0.701660	X3
0.1179	1.586550	3.381464	5.364862	X4
0.0615	-1.905784	22.41022	-42.70904	X7

Effects Specification		
Rho	S.D.	
0.0000	0.000000	Cross-section random
1.0000	23.32627	Idiosyncratic random

Weighted Statistics			
10.07694	Mean dependent var	0.201135	R-squared
40.71982	S.D. dependent var	0.134563	Adjusted R-squared
86099.09	Sumsquared resid	37.88119	S.E. of regression
1.545727	Durbin-Watson stat	3.021305	F-statistic
		0.016923	Prob(F-statistic)

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

النموذج التجميعي

Dependent Variable: Y1
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/11/19 Time: 18:45
 Sample: 2015 2017
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 22
 Total panel (balanced) observations: 66
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0142	2.525331	9.789817	24.72253	C
0.0000	-7.898662	1.816238	-14.34585	X1
0.0758	-1.806916	35.57666	-64.28405	X2
0.2150	-1.253079	0.559949	-0.701660	X3
0.1179	1.586550	3.381464	5.364862	X4
0.0615	-1.905784	22.41022	-42.70904	X7
10.07694	Meandependent var	0.201135	R-squared	
40.71982	S.D. dependent var	0.134563	Adjusted R-squared	
10.19329	Akaike info criterion	37.88119	S.E. of regression	
10.39235	Schwarz criterion	86099.09	Sumsquaredresid	
10.27195	Hannan-Quinn criter.	-330.3787	Log likelihood	
1.545727	Durbin-Watson stat	3.021305	F-statistic	
		0.016923	Prob(F-statistic)	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

الملحق رقم 3: يبين مخرجات برنامج Eviews10 بعد اختيار المعادلة الأفضل

نموذج الآثار العشوائية بعد اختيار المعادلة الأفضل

Dependent Variable: Y1
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/29/19 Time: 17:08
Sample: 2015 2017
Periods included: 3
Cross-sections included: 22
Total panel (balanced) observations: 66
Swamy and Arora estimator of component variances
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0107	2.632897	8.658222	22.79620	C
0.0000	-7.706292	1.826665	-14.07682	X1
0.1019	-1.660516	26.02126	-43.20872	X2
0.0502	-1.996914	21.68365	-43.30040	X7

Effects Specification		
Rho	S.D.	
0.0000	0.000000	Cross-section random
1.0000	22.75163	Idiosyncratic random

Weighted Statistics			
10.07694	Mean dependent var	0.194064	R-squared
40.71982	S.D. dependent var	0.155067	Adjusted R-squared
86861.18	Sum squared resid	37.42976	S.E. of regression
1.545260	Durbin-Watson stat	4.976384	F-statistic
		0.003703	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics			
10.07694	Mean dependent var	0.194064	R-squared
1.545260	Durbin-Watson stat	86861.18	Sum squared resid

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

تابع للملحق رقم 03:

النموذج التجميعي بعد اختيار المعادلة الأفضل

Dependent Variable: Y1
 Method: Panel Least Squares
 Date: 04/29/19 Time: 17:12
 Sample: 2015 2017
 Periods included: 3
 Cross-sections included: 22
 Total panel (balanced) observations: 66
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0107	2.632897	8.658222	22.79620	C
0.0000	-7.706292	1.826665	-14.07682	X1
0.1019	-1.660516	26.02126	-43.20872	X2
0.0502	-1.996914	21.68365	-43.30040	X7
10.07694	Mean dependent var	0.194064	R-squared	
40.71982	S.D. dependent var	0.155067	Adjusted R-squared	
10.14150	Akaike info criterion	37.42976	S.E. of regression	
10.27421	Schwarz criterion	86861.18	Sum squared resid	
10.19394	Hannan-Quinn criter.	-330.6695	Log likelihood	
1.545260	Durbin-Watson stat	4.976384	F-statistic	
		0.003703	Prob(F-statistic)	

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

تابع للملحق رقم 03:

نموذج الآثار الثابتة بعد اختيار المعادلة الأفضل

Dependent Variable: Y1
Method: Panel Least Squares
Date: 04/29/19 Time: 17:13
Sample: 2015 2017
Periods included: 3
Cross-sections included: 22
Total panel (balanced) observations: 66
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	5.889767	2.293108	13.50587	C
0.4838	0.706627	10.25539	7.246732	X1
0.0204	-2.412548	14.88752	-35.91685	X2
0.0023	-3.252638	0.877227	-2.853301	X7

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
10.07694	Mean dependent var	0.803083	R-squared
40.71982	S.D. dependent var	0.687814	Adjusted R-squared
9.368644	Akaike info criterion	22.75163	S.E. of regression
10.19806	Schwarz criterion	21223.11	Sum squared resid
9.696385	Hannan-Quinn criter.	-284.1652	Log likelihood
1.473815	Durbin-Watson stat	6.967050	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج Eviews10

الملحق رقم 4: جدول Durbin-Watson stat عند نسبة 5%

Durbin-Watson Statistic: 5 Per Cent Significance Points of dL and dU

	k'=1		k'=2		k'=3		k'=4		k'=5		k'=6		k'=7		k'=8		k'=9		k'=10	
n	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU	dL	dU
6	0.610	1.400	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
7	0.700	1.356	0.467	1.896	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
8	0.763	1.332	0.559	1.777	0.367	2.287	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
9	0.824	1.320	0.629	1.699	0.455	2.128	0.296	2.588	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
10	0.879	1.320	0.697	1.641	0.525	2.016	0.376	2.414	0.243	2.822	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
11	0.927	1.324	0.758	1.604	0.595	1.928	0.444	2.283	0.315	2.645	0.203	3.004	---	---	---	---	---	---	---	---
12	0.971	1.331	0.812	1.579	0.658	1.864	0.512	2.177	0.380	2.506	0.268	2.832	0.171	3.149	---	---	---	---	---	---
13	1.010	1.340	0.861	1.562	0.715	1.816	0.574	2.094	0.444	2.390	0.328	2.692	0.230	2.985	0.147	3.266	---	---	---	---
14	1.045	1.350	0.905	1.551	0.767	1.779	0.632	2.030	0.505	2.296	0.389	2.572	0.286	2.848	0.200	3.111	0.127	3.360	---	---
15	1.077	1.361	0.946	1.543	0.814	1.750	0.685	1.977	0.562	2.220	0.447	2.471	0.343	2.727	0.251	2.979	0.175	3.216	0.111	3.438
16	1.106	1.371	0.982	1.539	0.857	1.728	0.734	1.935	0.615	2.157	0.502	2.388	0.398	2.624	0.304	2.860	0.222	3.090	0.155	3.304
17	1.133	1.381	1.015	1.536	0.897	1.710	0.779	1.900	0.664	2.104	0.554	2.318	0.451	2.537	0.356	2.757	0.272	2.975	0.198	3.184
18	1.158	1.391	1.046	1.535	0.933	1.696	0.820	1.872	0.710	2.060	0.603	2.258	0.502	2.461	0.407	2.668	0.321	2.873	0.244	3.073
19	1.180	1.401	1.074	1.536	0.967	1.685	0.859	1.848	0.752	2.023	0.649	2.206	0.549	2.396	0.456	2.589	0.369	2.783	0.290	2.974
20	1.201	1.411	1.100	1.537	0.998	1.676	0.894	1.828	0.792	1.991	0.691	2.162	0.595	2.339	0.502	2.521	0.416	2.704	0.336	2.885
21	1.221	1.420	1.125	1.538	1.026	1.669	0.927	1.812	0.829	1.964	0.731	2.124	0.637	2.290	0.546	2.461	0.461	2.633	0.380	2.806
22	1.239	1.429	1.147	1.541	1.053	1.664	0.958	1.797	0.863	1.940	0.769	2.090	0.677	2.246	0.588	2.407	0.504	2.571	0.424	2.735
23	1.257	1.437	1.168	1.543	1.078	1.660	0.986	1.785	0.895	1.920	0.804	2.061	0.715	2.208	0.628	2.360	0.545	2.514	0.465	2.670
24	1.273	1.446	1.188	1.546	1.101	1.656	1.013	1.775	0.925	1.902	0.837	2.035	0.750	2.174	0.666	2.318	0.584	2.464	0.506	2.613
25	1.288	1.454	1.206	1.550	1.123	1.654	1.038	1.767	0.953	1.886	0.868	2.013	0.784	2.144	0.702	2.280	0.621	2.419	0.544	2.560
26	1.302	1.461	1.224	1.553	1.143	1.652	1.062	1.759	0.979	1.873	0.897	1.992	0.816	2.117	0.735	2.246	0.657	2.379	0.581	2.513
27	1.316	1.469	1.240	1.556	1.162	1.651	1.084	1.753	1.004	1.861	0.925	1.974	0.845	2.093	0.767	2.216	0.691	2.342	0.616	2.470
28	1.328	1.476	1.255	1.560	1.181	1.650	1.104	1.747	1.028	1.850	0.951	1.959	0.874	2.071	0.798	2.188	0.723	2.309	0.649	2.431
29	1.341	1.483	1.270	1.563	1.198	1.650	1.124	1.743	1.050	1.841	0.975	1.944	0.900	2.052	0.826	2.164	0.753	2.278	0.681	2.396
30	1.352	1.489	1.284	1.567	1.214	1.650	1.143	1.739	1.071	1.833	0.996	1.931	0.926	2.034	0.854	2.141	0.782	2.251	0.712	2.363
31	1.363	1.496	1.297	1.570	1.229	1.650	1.160	1.735	1.090	1.825	1.020	1.920	0.950	2.018	0.879	2.120	0.810	2.226	0.741	2.333
32	1.373	1.502	1.309	1.574	1.244	1.650	1.177	1.732	1.109	1.819	1.041	1.909	0.972	2.004	0.904	2.102	0.836	2.203	0.769	2.306
33	1.383	1.508	1.321	1.577	1.258	1.651	1.193	1.730	1.127	1.813	1.061	1.900	0.994	1.991	0.927	2.085	0.861	2.181	0.796	2.281
34	1.393	1.514	1.333	1.580	1.271	1.652	1.208	1.728	1.144	1.808	1.079	1.891	1.015	1.978	0.950	2.069	0.885	2.162	0.821	2.257
35	1.402	1.519	1.343	1.584	1.283	1.653	1.222	1.726	1.160	1.803	1.097	1.884	1.034	1.967	0.971	2.054	0.908	2.144	0.845	2.236
36	1.411	1.525	1.354	1.587	1.295	1.654	1.236	1.724	1.175	1.799	1.114	1.876	1.053	1.957	0.991	2.041	0.930	2.127	0.868	2.216
37	1.419	1.530	1.364	1.590	1.307	1.655	1.249	1.723	1.190	1.795	1.131	1.870	1.071	1.948	1.011	2.029	0.951	2.112	0.891	2.197
38	1.427	1.535	1.373	1.594	1.318	1.656	1.261	1.722	1.204	1.792	1.146	1.864	1.088	1.939	1.029	2.017	0.970	2.098	0.912	2.180
39	1.435	1.540	1.382	1.597	1.328	1.658	1.273	1.722	1.218	1.789	1.161	1.859	1.104	1.932	1.047	2.007	0.990	2.085	0.932	2.164
40	1.442	1.544	1.391	1.600	1.338	1.659	1.285	1.721	1.230	1.786	1.175	1.854	1.120	1.924	1.064	1.997	1.008	2.072	0.952	2.149
45	1.475	1.566	1.430	1.615	1.383	1.666	1.336	1.720	1.287	1.776	1.238	1.835	1.189	1.895	1.139	1.958	1.089	2.022	1.038	2.088
50	1.503	1.585	1.462	1.628	1.421	1.674	1.378	1.721	1.335	1.771	1.291	1.822	1.246	1.875	1.201	1.930	1.156	1.986	1.110	2.044
55	1.528	1.601	1.490	1.641	1.452	1.681	1.414	1.724	1.374	1.768	1.334	1.814	1.294	1.861	1.253	1.909	1.212	1.959	1.170	2.010
60	1.549	1.616	1.514	1.652	1.480	1.689	1.444	1.727	1.408	1.767	1.372	1.808	1.335	1.890	1.298	1.894	1.260	1.939	1.222	1.984
65	1.567	1.629	1.536	1.662	1.503	1.696	1.471	1.731	1.438	1.767	1.404	1.805	1.370	1.843	1.336	1.882	1.301	1.923	1.266	1.964
70	1.583	1.641	1.554	1.672	1.525	1.703	1.494	1.735	1.464	1.768	1.433	1.802	1.401	1.838	1.369	1.874	1.337	1.910	1.305	1.948
75	1.598	1.652	1.571	1.680	1.543	1.709	1.515	1.739	1.487	1.770	1.458	1.801	1.428	1.834	1.399	1.867	1.369	1.901	1.339	1.935
80	1.611	1.662	1.586	1.688	1.560	1.715	1.534	1.743	1.507	1.772	1.480	1.801	1.453	1.831	1.425	1.861	1.397	1.893	1.369	1.925
85	1.624	1.671	1.600	1.696	1.575	1.721	1.550	1.747	1.525	1.774	1.500	1.801	1.474	1.829	1.448	1.857	1.422	1.886	1.396	1.916
90	1.635	1.679	1.612	1.703	1.589	1.726	1.566	1.751	1.542	1.776	1.518	1.801	1.494	1.827	1.469	1.854	1.445	1.881	1.420	1.909
95	1.645	1.687	1.623	1.709	1.602	1.732	1.579	1.755	1.557	1.778	1.535	1.802	1.512	1.827	1.489	1.852	1.465	1.877	1.442	1.903
100	1.654	1.694	1.634	1.715	1.613	1.736	1.592	1.758	1.571	1.780	1.550	1.803	1.528	1.826	1.506	1.850	1.484	1.874	1.462	1.898
150	1.720	1.747	1.706	1.760	1.693	1.774	1.679	1.788	1.665	1.802	1.651	1.817	1.637	1.832	1.622	1.846	1.608	1.862	1.593	1.877
200	1.758	1.779	1.748	1.789	1.738	1.799	1.728	1.809	1.718	1.820	1.707	1.831	1.697	1.841	1.686	1.852	1.675	1.863	1.665	1.874