



جامعة الشهيد حمه لخضر - الوادي
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



قسم العلوم المالية والمحاسبية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة Master أكاديمي
الميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الشعبة: العلوم المالية والمحاسبية
التخصص: محاسبة وتدقيق

تأثير السيولة على سياسة الإستدانة للمؤسسة الإقتصادية
- دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي للفترة
الممتدة بين (2017-2019) -

إشراف الأستاذة :

* بديده حورية

من إعداد الطلبة :

- تركي جباري
- الأطرش حاج الصغير
- عطا الله عبد الكريم

لجنة المناقشة

المقيم 01	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	أستاذ محاضر - أ -	د. لطيفة بكوش
مشرفا ومقررا	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	أستاذ محاضر - ب -	د. بديده حوريه
المقيم 02	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	أستاذ محاضر - أ -	د. خالد رشيدة

السنة الجامعية: 2021/2020

إهداء

أهدي هذا العمل إلى كافة أفراد عائلي الذين

وقفوا إلى جانبي طيلة المشوار الدراسي.

إلى كافة أصدقائي وزملائي في الدراسة.

إلى كافة من ساعدني من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا

العمل المتواضع.

عبد الكريم

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى:

الوالدين أطال الله في عمرهما بالصحة والعافية

وإلى إخوتي وأخواتي

و إلى الزوجة الكريمة و أبنائي أفنان و محمد البشير و نورسين

إلى أصدقائي وزملائي في الدراسة

وإلى كل دفعة محاسبة وتدقيق لسنة 2021/2020

حماة الصغير

إلى من أسأل

إلى من أسأل الله أن يحفظها، والدتي وإلى والدي أسأل الله

أن يرحمه ويسكنه الفردوس الأعلى

إلى من أتمنى لهم كل خير أبنائي و إخواني وأخواتي الأعزاء،

إلى أصدقائي الطيبون،

إلى زملائي الكرام،،

إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل المتواضع،،

أهدى هذا البحث،،

جباري

الشكر والعرفان

قال الله تعالى " وإذ تأذن ربكم لئن شكرتم لأزيدنكم ولئن كفرتم إن عذابي لشديد "

الآية 7 سورة إبراهيم

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم " لا يشكر الله من لا يشكر الناس "

نشكر الله عز وجل ونحمده على منحه لنا القوة والإرادة للقيام بهذا العمل ونسأله

التوفيق

بأسمى معاني الشكر والتقدير والاحترام نتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذة المؤطرة

"حوريه بديده"

لمجهوداتها التي بذلتها معنا وتوجيهاتها القيمة والتي أمدتنا بها في سبيل نجاح هذا

العمل.

كما لا ننسى أن نشكر كل من ساعدنا من قريب أو بعيد في إتمام هذا العمل .

الملخص

تهدف هذه الدراسة لقياس أثر السيولة على سياسة إستدانة المؤسسة الإقتصادية، وذلك بتطبيقها على الشركات المدرجة في سوق دبي المالي، حيث شملت العينة 22 مؤسسة، وذلك من أجل دراسة و إختبار العلاقة " السيولة " كمتغير مستقل ومعبر عنها بمجموعة من النسب و " سياسة الإستدانة " كمتغير تابع و المعبر عنها بالرافعة المالية، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2017 إلى غاية 2019، حيث إستخدمنا نموذج تحليل البيانات Panel Data بإعتماد على برنامج الإحصائي Eviews 10 .

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبي التداول (الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة)، مستوى الخزينة مع نسبة الرفع المالي، في حين لا توجد علاقة نسب السيولة الأخرى ونسبة الرفع المالي .

الكلمات المفتاحية: سيولة المؤسسة، سياسة الإستدانة، نسب السيولة، رافعة مالية، بورصة دبي

Abstrace :

This study aims to measure the impact of liquidity on an economic institution's debt policy by applying it to companies listed on the Dubai Financial Market , expressed in financial leverage,As a dependent variable where we used the Panel Data model based on the statistical ,2017 to 2019 program Eviews10.

we concluded that there is a statistically significant inverse relationship between each of the two trading ratios (current assets / current liabilities) while there is no relationship between the other liquidity ratios and the financial leverage ratio.

Keywords: Enterprise liquidity, Leverage policy, Liquidity ratios, Leverage, Dubai Stock Exchange.

قائمة المحتويات

إهداء	
الشكر والاعتراف	
الملخص	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
قائمة الملاحق	
مقدمة	أ

الفصل الأول: الأسس النظرية والدراسات السابقة للسيولة وسياسة الإستدانة

المبحث الأول: الإطار النظري للسيولة	9
المطلب الأول: مفهوم السيولة وأهدافها	9
الفرع الأول: مفهوم السيولة	9
الفرع الثاني: أهداف السيولة	9
المطلب الثاني: أهمية السيولة ومصادرها	10
الفرع الأول: أهمية السيولة (دوافع الاحتفاظ):	10
الفرع الثاني: مصادر السيولة :	11
المطلب الثالث: مشكلات السيولة وأثرها على إستمرارية المؤسسة	11
الفرع الأول: مشكلات السيولة:	11
الفرع الثاني: أثر السيولة على إستمرارية المؤسسة :	12
المطلب الرابع: طرق قياس السيولة	13
الفرع الأول: المؤشرات المستخرجة من عناصر الميزانية:	13
الفرع الثاني: المؤشرات المستخرجة من عناصر قائمة التدفقات النقدية:	14
المبحث الثاني: الإطار النظري لسياسة الإستدانة	16

16	تمهيد:
16	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول سياسة الاستدانة
16	الفرع الأول: تعريف سياسة التمويل
16	الفرع الثاني: تعريف سياسة الاستدانة
17	الفرع الثالث: أهمية الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية
17	الفرع الرابع: سلبيات التمويل بالاستدانة:
18	المطلب الثاني: أنواع سياسات الاستدانة وتكلفتها
18	الفرع الأول: التمويل قصير الأجل:
20	الفرع الثاني: التمويل طويل ومتوسط الأجل:
22	المطلب الثالث: نسب الاستدانة وحدودها
22	الفرع الأول: نسب الاستدانة:
23	الفرع الثاني: حدود الاستدانة:
25	المطلب الرابع: الرافعة المالية والاستدانة
25	الفرع الأول: مفهوم الرافعة المالية:
25	الفرع الثاني: أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة:
28	المبحث الثالث: الدراسات السابقة التي شملت السيولة وسياسة الإستدانة
28	تمهيد:
28	المطلب الأول: بعض الدراسات السابقة باللغة العربية
33	المطلب الثاني: بعض الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
37	خلاصة الفصل الأول:
38	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير السيولة على سياسة إستدانة المؤسسة
39	تمهيد:
40	المبحث الأول: الطريقة وأدوات الدراسة
40	المطلب الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة

40	الفرع الأول :مجتمع الدراسة
43	الفرع الثاني :عيننة الدراسة
45	المطلب الثاني: متغيرات و أدوات الدراسة.....
45	الفرع الأول :متغيرات الدراسة.....
47	الفرع الثاني :أدوات الدراسة.....
48	المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها
48	تمهيد
48	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة التطبيقية
48	الفرع الأول :عرض نتائج مصفوفة الإرتباط
49	الفرع الثاني :النماذج الإنحدارية للإستدانة المؤسسة بدلالة نسب السيولة
50	الفرع الثالث : إقتراح نموذج قياسي لإستدانة المؤسسة بدلالة نسب السيولة
50	الفرع الرابع : نتائج النماذج الإنحدارية بعد إختيار المعادلة الأفضل
54	الفرع الخامس : نتائج إختبار النموذج الأمثل.....
56	المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية.....
57	خلاصة الفصل الثاني:
58	الخاتمة.....
62	المصادر والمراجع
67	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
43	..... جدول يوضح عملية كيفية إختيار العينة	الجدول رقم: (1-2)
44	..... مؤسسات عينة الدراسة حسب القطاعات	الجدول رقم (2-2)
48	..... مصفوفة معاملات الارتباط	الجدول رقم (3-2)
49	..... نتائج النماذج الإنحدارية للإستدانة بدلالة نسب السيولة	الجدول رقم (4-2)
52	..... نتائج نموذج الآثار الثابتة	الجدول رقم (6-2)
53	..... نتائج نموذج الآثار العشوائية	الجدول رقم (7-2)
54	..... HAUSMAN إختيار	الجدول رقم (8-2)
55	..... BREUSH-PAGAN LM إختيار	الجدول رقم (9-2)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
41	..... الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي	الشكل رقم: (1-2)
42	..... التوزيع النسبي للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي	الشكل رقم: (2-2)
46	..... نموذج الدراسة	الشكل رقم: (3-2)
56	..... DW اختبار	الشكل رقم (4-2) مناطق القبول و الرفض لإختبار

فائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
68	Eviews 10 لتمثيل العلاقة بين سياسة الإستدانة و السيولة	الملحق رقم 01 : يبين مخرجات برنامج
72	Durbin-Watson stat عند نسبة 5%	الملحق رقم 02 جدول

مقدمة

توطئة:

تتعد الوظائف داخل المؤسسة الاقتصادية، ولعل أهم هذه الوظائف الوظيفة المالية وهذا لارتباطها الوثيق بتحقيق أهداف المؤسسة من ناحية، وطبيعة نشاطها المرتبط بالموارد المالي والذي يعتبر ذا أهمية لمواجهة التزاماتها ومن ثم المحافظة على إستمراريتها ونموها وتعظيم قيمتها في السوق من ناحية أخرى، ومع مرور الزمن شهدت الوظيفة المالية تطوراً ملحوظاً حيث كانت تسعى إلى التمويل للتسيير النشاط المؤسسة إلى أن أصبحت لديها مخرجات تتمثل في القرارات المالية.

إن من أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة الاقتصادية هو قرار التمويل و ينقسم إلى قسمين التمويل الداخلي ويتم بواسطة الأموال الملكية (التمويل الذاتي)، والتمويل الخارجي و يتم بواسطة الأموال الخارجية ويسمى الإستدانة، إن هذه الأخيرة بدورها تفرض على المؤسسة إلتزامات مما يجب عليها توفير السيولة اللازمة لتغطية تكاليف تمويلها في تواريخ إستحقاقها .

الإشكالية الرئيسية:

تعتبر السيولة مورد من الموارد المالية الجاهزة لإستغلالها من طرف المؤسسة، وهذا ما تتيحه من إمكانية تغطية جميع إلتزامات المنظمة في أجال إستحقاقها، إلا أن وفرة السيولة داخل المؤسسة ينتج عنه الفرص الضائعة أو السيولة الراكدة وهذا يتنافى مع مبدأ المؤسسة لتحقيق الأرباح مما يؤثر سلباً عليها، سنحاول في دراستنا تسليط الضوء على موضوع تأثير السيولة على سياسة الإستدانة في المؤسسة من خلال دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي .

وإنطلاقاً مما سبق يمكن أن نطرح الإشكالية بالصيغة التالية :

* ما مدى تأثير السيولة على سياسة التمويل بالإستدانة في المؤسسة الاقتصادية المدرجة في سوق

دبي المالي ؟

الإشكاليات الفرعية :

للإجابة على الإشكالية الرئيسية، قمنا بتحليلها على ضوء التساؤلات التالية :

- هل يوجد تأثير لنسبة التداول على إستدانة المؤسسات الاقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي؟

- هل يوجد تأثير لنسبة السيولة الفورية على سياسة الإئستدانة للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في بورصة دبي ؟
- هل يوجد تأثير لنسبة تغطية السيولة الناتجة من الأنشطة التشغيلية للفوائد على سياسة الإئستدانة للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي؟
- هل يوجد تأثير لنسبة تغطية التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية لإجمالي الديون على سياسة الإئستدانة للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي؟
- هل يوجد تأثير لنسبة تغطية التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية للديون قصيرة الأجل على سياسة الإئستدانة للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي؟
- هل يوجد تأثير للنقدية الجاهزة على سياسة الإئستدانة للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي؟

الفرضيات :

للإجابة على الإشكالية الرئيسية سوف نعتد على الفرضية الرئيسية التالية :

*يوجد تأثير فعال للسيولة على سياسة التمويل بالإئستدانة في المؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي ؟

وللإجابة على الإشكالات الفرعية، فإننا نستعين بالفرضيات التالية:

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة التداول على سياسة الإئستدانة للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي؟
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة السيولة الفورية على سياسة الإئستدانة للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في بورصة دبي؟
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للسيولة الناتجة من الأنشطة التشغيلية للفوائد على سياسة الإئستدانة للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي؟
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية لإجمالي الديون على سياسة الإئستدانة للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي؟

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية للديون قصيرة الأجل على سياسة للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي؟
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة النقدية الجاهزة للإستدانة في المؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي؟

مبررات إختيار الدراسة:

إن إختيارنا لهذا الموضوع يعود لأسباب التالية :

الأسباب الذاتية:

- الميول الشخصي للمواضيع ذات صلة بالإدارة المالية بصيفة عامة و التسيير و تحليل المالي بصيفة خاصة .
- الرغبة في الإطلاع و التعمق أكثر في دراسات هذا الموضوع .
- الرغبة في إستخدام الأساليب الإحصائية للتحليل الدراسة بشكل أدق .

الأسباب الموضوعية:

- الموضوع قابل للبحث و الدراسة، نظرا لأهمية عنصري الدراسة(الاستدانة- السيولة) بالنسبة للمؤسسة وكذلك لمستخدمي القوائم المالية في إتخاذ القرارات الاستثمارية من عدمها .
- مجتمع الدراسة جدير بإهتمام كون سوق دبي المالي (بورصة) هو أهم سوق للأوراق المالية في الإمارات المتحدة العربية

- أول سوق مالي في الإمارات العربية المتحدة .
- أول سوق مالي يطرح للإكتتاب العام إقليميا .
- أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية .
- خاضع تنظيميا لهيئة الأوراق المالية و السلع .
- أول سوق مالي يدمج عملياته .

أهمية الدراسة :

- تساهم هذه الدراسة من خلال فهم العوامل المحدد للهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية في حسن إتخاذ هذه الأخيرة للقرارات المالية و التحكم في هيكلها التمويلي بالإستدانة وهو ما تقتضيه الضرورة منها.
- تكمن هذه الدراسة في معرفة وفرة السيولة داخل المؤسسة الاقتصادية من عدمها وما مدى تأثيرها على مصادر التمويل بالإستدانة .

أهداف الدراسة :

نحاول من خلال هذه الدراسة تحقيق جملة من الأهداف :

- التعرف على أهم المفاهيم المتعلقة بالسيولة من خلال أهم مؤشراتها ونسبها.
- التعرف على أهم النسب و المؤشرات المالية التي تقيس مدى نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.
- دور وفرة السيولة في تأمين بقاء و إستمرارية المؤسسة خصوصا في الأسواق المالية.
- دراسة تأثيرات نسب السيولة على سياسة الإستدانة.
- معرفة مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية

حدود الدراسة :

الحدود الزمانية: تمت الدراسة خلال الفترة الممتدة بين 2017 إلى غاية 2019 .

الحدود المكانية: تمت الدراسة على مستوى عينة تتكون من (22 مؤسسة) من المؤسسات المدرجة في بورصة دبي، والتي تم إختيارها بناءا عل جملة من الإعتبارات تمثلت في :

- 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 إلى القطاع المالي .
- أن تكون الشركة وطنية أو أجنبية .

منهج الدراسة و الأدوات الدراسة المستخدمة:

من أجل معالجة الموضوع و الوصول إلى نتائج المرجوة إعتدنا خلال هذه الدراسة على المنهج الوصفي وهو المنهج الموافق للدراسة النظرية، الذي يستدعي جميع المعلومات وعرضها من أجل توضيح مختلف المفاهيم السيولة والإستدانة، في حين قمنا بإسلوب دراسة حالة في الجانب التطبيقي من أجل قياس أثر السيولة على سياسة الإستدانة للمؤسسة الإقتصادية، وذلك بإستخدام مختلف الأساليب الإحصائية من أجل القدرة على تحليل وتفسير العلاقة بين المتغيرات، عن طريق نموذج تحليل البيانات Panal بالإعتماد على برنامج الإحصائي Eviews 10 وبرنامج Microsoft EXCEL لمعالجة المعطيات .

صعوبات الدراسة :

من بين الصعوبات التي واجهتنا في إعداد هذه الدراسة :

- ضيق الوقت الممنوح لإعداد الدراسة .
- قلة المراجع التي ترتبط بشكل مباشر بين السيولة و سياسة الإستدانة للمؤسسة.
- الظروف الإستثنائية للصحة العامة (كورونا)، مما أدى إلى عدم الإجتماع بين الطلبة، وصعوبة إقتناء الكتب من المكتبة الكلية خاصة في بداية البحث .

هيكل الدراسة :

لدراسة وتحليل الإشكالية مدى تأثير السيولة على الإستدانة في المؤسسة الإقتصادية وإختبار الفرضيات المقدمة، إعتدنا على منهجية IMRAD لإعداد البحوث العلمية في داستنا، حيث تم تقسيم الدراسة إلى فصلين، الفصل الأول الجانب النظري والفصل الثاني الجانب التطبيقي .

حيث تطرقنا في الفصل الأول إلى الجانب النظري للمتغيرات الدراسة والذي ينقسم إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تناولنا فيه مختلف المفاهيم الأساسية للسيولة وأهدافها وأهميتها ومؤشراتها ونسبها، وطرق حسابها، في حين عاجلنا في المبحث الثاني مختلف المفاهيم الأساسية للإستدانة وأنواعها وأهميتها ونسبها وطرق قياسها، أما المبحث الثالث تناولنا فيه بعض الدراسات السابقة باللغة العربية و الأجنبية .

أما الفصل الثاني يحمل بجانب التطبيقي للدراسة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، وينقسم إلى مبحثين المبحث الأول يحتوي على نظرة عامة على مجتمع الدراسة وتحديد العينة المعتمدة وشرح متغيرات المستقلة والتابعة، في حين المبحث الثاني تم استخدام الأدوات الإحصائية و تحليل النتائج وتفسيرها و الإجابة على الفرضيات .

الفصل الأول:

الأسس النظرية والدراسات السابقة

للسيولة وسياسة الإستدانة

تمهيد

يعتبر التحدي الرئيسي الذي يواجه المؤسسات في مزاولة نشاطها، هو إدارة سيولتها بكفاءة وفاعلية عالية لتحقيق التوازن بين مطلب تحقيق الأرباح ومطلب الوفاء بالالتزامات التي عليها، لذا فهي تحض باهتمام كبير من إدارة الشركات لتحقيق السيولة المناسبة لمقابلة الالتزامات المستقبلية، كما يحض الأطراف الخارجية بالاهتمام بهذا العنصر الذي يعتبر الركيزة الأساسية للاستناد عليها في اتخاذ قراراتهم سواء الاستثمارية أو التمويلية.

من أجل الإلمام بالموضوع الدراسة، قمنا تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث كمايلي:

المبحث الأول: الإطار النظري للسيولة.

المبحث الثاني: الإطار النظري لسياسة الإستدانة.

المبحث الثالث: بعض الدراسات السابقة التي شملت السيولة وسياسة الإستدانة.

المبحث الأول: الإطار النظري للسيولة.

نحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى المفاهيم العامة للسيولة المؤسسة الإقتصادية وطرق قياسها و تأثيراتها

المطلب الأول: مفهوم السيولة وأهدافها

سيتم من خلال هذا المطلب عرض تعريفات السيولة و أهدافها كآتي :

الفرع الأول: مفهوم السيولة

أولاً: تعبر السيولة عن قدرة المؤسسة على الدفع أو جعل الوسائل المتاحة من أصول المنظمة بشكل سائل وهذا لتغطية الالتزامات التي تواجه المؤسسة خلال الأجل القصير، أو هي جاهزية الموجودات المتداولة لتغطية الالتزامات التي تحصل بشكل يومي أو في وقت قصير بشكل مباشر¹.

ثانياً: كما يقصد بالسيولة معنيين:

- **سيولة الشركة:** وهي عبارة عن وجود أموال سائلة بشكل نقد (الحسابات الجارية، الصندوق) في الوقت المناسب وبالكميات المناسبة، بما يمكن المؤسسة من سداد التزاماتها للغير في مواعيد استحقاقها، ويمكنها من القيام بعملياتها التشغيلية ومواجهة الحالات الطارئة.
- **سيولة الأصل:** وهي عبارة عن سهولة وسرعة تحويل الأصل إلى نقد جاهز بدون خسائر حسب الظروف الطبيعية².

الفرع الثاني: أهداف السيولة

إن الإدارة المالية على المدى القصير يجب أن تعطي أهمية كبيرة لمستوى السيولة في المنظمة وتجعلها بالمستوى العقلاني بين الفائض والعجز وهذا لتحقيق المزايا التالية:

- تعزيز ثقة المتعاملين مع المنظمة سواء كانوا عملاء أو موردين أو المؤسسات المالية.
- المحافظة على استمرارية الشركة من خلال إدارة سيولتها بالشكل السليم.
- تجنب الشركة من الشراء بتكلفة عالية.

¹ سالم صلال الحسنوي، أساسيات الإدارة المالية، دار المدينة الفاضلة، 2014، ص 282

² عبدالله عبدالله الشقي، الإدارة المالية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، 2013، ص 58

- مواجهة الانحرافات المفاجئة والأزمات الطارئة.
- تعطي الشركة المرونة وحرية الاختيار بين الأصناف الملائمة.
- المرونة والقدرة على مواجهة متطلبات النمو والتوسع.
- ضمان ديمومة عمليات التشغيل والإنتاج والبيع¹.

المطلب الثاني: أهمية السيولة ومصادرها

الفرع الأول: أهمية السيولة (دوافع الاحتفاظ):

توجد عدة أسباب تدفع المنشأة للاحتفاظ بجزء من أصولها في صورة نقدية

أولاً: دوافع التعامل:

تنتج هذه الدوافع من طبيعة عمل المنشأة ، حيث يتطلب عملها العادي دفع الأجور وشراء المستلزمات اللازمة لأداء الأعمال، تسديد المصروفات المختلفة كل هذا يتطلب رصيد نقدي كاف يمكن المؤسسة من مقابلة هذه المدفوعات، وكذلك لمواجهة حدوث تأخر التدفقات النقدية الداخلة لمقابلة التدفقات النقدية الخارجة.

ثانياً: دوافع الاحتياط:

يتمثل هذا الدافع في توفير السيولة اللازمة من قبل المنشأة تحوطاً لأي ظروف طارئة وغير متوقعة الناتجة عن صعوبة التنبؤ الدقيق للتدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة للمؤسسة.

ثالثاً: دوافع المضاربة:

ويظهر هذا الدافع عندما تقوم المنشأة بالاحتفاظ بجزء من استثماراتها في صورة نقدية جاهزة مع عدم وجود أسباب لذلك إلا انتهاز الفرص المرحة والتي تحتاج إلى النقدية بشكل فوري².

¹ فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية إطار نظري ومحتوى عملي، بدون دار نشر ، 2012، ص36

² حبري علي الجزيري، محاضرات إدارة مالية²، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ص 4-6

رابعاً: دوافع الأرصدة المعوضة:

تطلب المصارف من العملاء عند تقديمها للخدمات الإبقاء على حد أدنى من النقود في رصيد حساباتهم لتمكينها من تعويض تكاليف الخدمات الممنوحة، كما تطلب من المقترضين إيداع بعض الودائع لديها، وفي كلتا الحالتين تدعى الأرصدة المستبقاة لدى المصرف بالأرصدة المعوضة¹.

الفرع الثاني: مصادر السيولة :

تنقسم مصادر سيولة الشركة إلى مصدرين أساسيين يتمثل المصدر الأول في السيولة الذاتية الداخلية التي تتولد من داخل الشركة جراء العمليات التشغيلية، والمصدر الثاني في حصول المنشأة على تسهيلات ائتمانية من البنوك لتمويل العمليات الإنتاجية، ويمكن تحديد مصادر السيولة التي تحصل عليها المؤسسة في مايلي :

- توفير السيولة من خلال بيع السلع والخدمات من نشاط المنظمة الرئيس.
- التنازل عن الاستثمارات نقداً.
- تحويل بعض الأصول المتداولة إلى سيولة نقدية من خلال الدورة التشغيلية.
- زيادة رأس المال.
- زيادة حجم الاقتراض².

المطلب الثالث: مشكلات السيولة وأثرها على إستمرارية المؤسسة

الفرع الأول: مشكلات السيولة:

تواجه عملية إدارة السيولة لعض المشكلات أهمها:

أولاً: تدني مستوى السيولة في الشركة:

يرجع تدني مستوى السيولة إلى الأخطاء التي قد تحصل في إدارة الأصول المتداولة أو في تركيبة الجانب الأيسر من الميزانية وذلك جراء عدم التوازن الفني بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات المالية، مما يجعل المنظمة غير

¹ محمود فتوح وآخرين، الإدارة المالية، ج 3، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، إصدار الكتروني 2019، ص 323

² وليد زهير ابو شعبان، مدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة غزة، 2017، ص 31-32

قادرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في آجال استحقاقها، ويمكن أن يرجع تدني مستوى السيولة إلى واحد أو أكثر من الأسباب التالية:

✓ المبالغة في الاستثمارات طويلة الأجل.

✓ تقديم مواعيد السداد عن مواعيد التحصيل.

✓ تحقيق الخسائر التشغيلية المتكررة.

✓ التوسع في سياسة منح الائتمان التجاري.

ونتيجة لتلك الأسباب تظهر العديد من النتائج السلبية التي تضر المنشأة، منها عدم تمكنها من الاستفادة من الخصومات المالية وعدم القدرة على اغتنام الفرص المتاحة وفقدان حرية الخيار، والخسائر الناتجة عن الإفلاس والتصفية.

ثانيا: ارتفاع مستوى السيولة في الشركة:

إن ارتفاع مستوى السيولة في المنشأة بشكل غير متوازن يشكل كتلة نقدية معطلة مما يجعل المؤسسة غير قادرة على تحقيق أرباح تشغيلية، وهذا راجع إلى عدم إدارة الخصوم وحقوق الملكية بشكل مناسب مما يظهر مشكل عدم التوازن بين استخدامات الأموال ومصادر تمويلها ويمكن إن يعود زيادة مستوى السيولة لأحد الأسباب التالية:

✓ المبالغة في التوسع بالخصوم وحقوق الملكية.

✓ تقديم مواعيد استلام المتحصلات على مواعيد دفع الالتزامات.¹

الفرع الثاني: أثر السيولة على إستمرارية المؤسسة :

إن إدارة التدفق النقدي لها دور هام في نجاح المنشأة وتطورها وإبعاد مخاطر العسر المالي عنها، الذي يعني عدم قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها المستحقة في مواعيدها حيث تواجه المؤسسات نوعين من العسر المالي وهما:

¹ فيصل محمود الشوارة، مرجع سبق ذكره، ص36

أولاً: العسر المالي الفني:

عندما تكون المؤسسة في حالة عسر مالي فني هذا يعني إن موجوداتها بما فيها المتداولة وغير المتداولة أكثر من ديونها أي إن للمؤسسة قيمة صافية موجبة، لكن هذه المؤسسة غير قادرة على مواجهة التزاماتها في مواعيدها وهذا ناتج عن التوسع في استثمار في أصول غير قابلة للتحويل إلى نقد بسرعة، أو عن الموازنة بين المصادر والاستخدامات.

ثانياً: العسر المالي الحقيقي:

وهي الحالة التي تكون فيها موجودات المؤسسة اقل من ديونها أي إن القيمة الصافية للمشروع إما سالبة أو صفرية، ويصاحب العسر الحقيقي عسر فني، أي مشكلة السيولة وعدم القدرة على مواجهة الالتزامات المستحقة في مواعيدها، لذا كثيراً ما يؤدي هذا النوع من الإعسار إلى تصفية الشركة.¹

المطلب الرابع: طرق قياس السيولة

يمكن قياس السيولة بعدة نسب ومؤشرات منها مشتق من عناصر الميزانية ومنها ما هو مشتق من عناصر قائمة التدفقات النقدية.

الفرع الأول: المؤشرات المستخرجة من عناصر الميزانية:

أولاً: نسبة التداول: وهي تعبر عن كفاية الموجودات المتداولة المتوقع تحويلها إلى نقدية في المدى القريب على تغطية الخصوم المتداولة، وبعبارة فإن هذه النسبة تعمل على قياس التوازن المالي، أي تحقيق التناسق بين الاستخدامات قصيرة الأجل والمصادر المالية قصيرة الأجل² ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ويعبر عنها بعدد مرات تغطية الالتزامات المتداولة من خلال الأصول المتداولة

¹ مرجع سبق ذكره ، ص 39-40

² منير شاكر محمد، وآخرون ، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، مطبعة الطليعة ، عمان 2000، ص72

ثانيا: نسبة السيولة السريعة: وتعبر هذه النسبة عن قدرة المنظمة على الوفاء بالتزاماتها دون اللجوء إلى المخزون الذي يعتبر من الأصول المتداولة التي تحتاج إلى وقت أكبر لتحويله إلى نقدية جاهزة، وهي نسبة تساعد المنظمة إلى تحسين وضعيتها تجاه الدائنين وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة - المخزون}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ثالثا: نسبة السيولة النقدية: وتظهر هذه النسبة مقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها المتداولة من خلال النقدية الجاهزة أو شبه النقدية القابلة للخصم وهي أكثر أمانا للدائنين وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة النقدية} = \frac{\text{النقدية وشبه النقدية}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

رابعا: صافي رأس المال العامل: وهو عبارة عن مفهوم كمي لنسبة التداول، حيث يبين مدى زيادة الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة، ويعتبر هامش أمان متاح للديون قصيرة الأجل على المنظمة كما يضمن للمؤسسة سمعة جيدة من خلال الدفع العاجل للموردين والدائنين الآخرين¹ ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\begin{aligned} \text{صافي رأس المال العامل} &= \text{الأصول المتداولة} - \text{الخصوم المتداولة (من أسفل الميزانية)} \\ \text{صافي رأس المال العامل} &= \text{الموارد الدائمة} - \text{الاستخدامات الثابتة (من اعلي الميزانية)} \end{aligned}$$

الفرع الثاني: المؤشرات المستخرجة من عناصر قائمة التدفقات النقدية:²

أولا: نسبة التدفقات النقدية التشغيلية: وتبين هذه النسبة عدد مرات قابلية التدفقات النقدية المتولدة من الأنشطة التشغيلية على تغطية التزامات الشركة المتداولة، وهي مؤشر على قدرة المنظمة على الالتزام بتسديد الخصوم المتداولة من واقع السيولة النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية وتحسب بالعلاقة التالية:

¹ اوراع وناسة، أثر التحليل المالي على أداء المؤسسة، مذكرة ماستر فحص محاسبي، جامعة بسكرة، 2015-2016، ص 32-33
² فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، Financial Inc، فلسطين، 2008، ص 38

$$\text{نسبة التدفقات النقدية التشغيلية} = \frac{\text{التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ثانيا: نسبة الفوائد المدفوعة: تعتبر هذه النسبة مؤشر على استفادة النقدية من الأنشطة التشغيلية في سداد الفوائد المدفوعة المتعلقة بالقروض حيث إن ارتفاع هذه النسبة أو المؤشر يدل على احتمال تعرض المؤسسة لمشاكل السيولة¹ ويتم قياسها بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الفوائد المدفوعة} = \frac{\text{الفوائد المدفوعة}}{\text{صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية}}$$

ثالثا: نسبة التغطية النقدية: تعبر هذه النسبة ما إذا كانت المؤسسة تنتج نقدية كافية لمواجهة التزامات تعبر هذه النسبة ما إذا كانت المؤسسة تنتج نقدية كافية لمواجهة التزاماتها الاستثمارية والتمويلية وما مدى الحاجة إلى التمويل بالاقتراض أو بواسطة أدوات الملكية ويتم قياس هذه النسبة بالعلاقة التالية:²

$$\text{نسبة التغطية النقدية} = \frac{\text{صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية}}{\text{جملة النقدية الخارجة للأنشطة الاستثمارية والتمويلية}}$$

رابعا: نسبة تغطية الدين: وتعتبر هذه النسبة مقياس لقدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية سنوية من أنشطتها التشغيلية لخدمة ديونها القصيرة والطويلة الأجل وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة تغطية الدين} = \frac{\text{التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية}}{\text{مجموع الديون}}$$

¹ منير شاكر محمد، مرجع سبق ذكره ، ص166

² مؤيد رضی خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري تطبيقي، دار المسيرة، الأردن، 2009، ص125

المبحث الثاني: الإطار النظري لسياسة الإستدانة

تمهيد:

للمؤسسة العديد من السياسات التمويلية التي تفاضل بينها من اجل اعتماد سياسة معينة أو مجموعة من السياسات بما يحقق أهداف المؤسسة، بحيث لكل سياسة إيجابيات وسلبيات ومن بين هذه السياسات، التمويل الذاتي والتي تعتمد عليها المؤسسات في مرحلة انطلاقتها أو للمحافظة على استقلاليتها المالية، لكن الاعتماد على المصادر الذاتية للمؤسسة غير كافية وخاصة في المؤسسات التي تمر بمرحلة سرعة النمو، لهذا تلجأ إلى سياسة الاستدانة التي تأخذ عدة أشكال وستتطرق في هذا المبحث بشيء من التفصيل لسياسة الاستدانة.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول سياسة الاستدانة

الفرع الأول: تعريف سياسة التمويل

هو اختيار طريقة معينة للتمويل تتميز بتقليل المخاطر وتعظيم المردودية المرتبطة بنشاط تمويل المؤسسة، فقرار التمويل يصاحبه العديد من المخاطر المرتبطة بكل نوع من مصادر التمويل المتاحة، لذلك يجب المفاضلة بين مصادر التمويل وذلك لتحقيق أهداف المؤسسة وتقليل المخاطر وتحمل اقل تكلفة¹.

الفرع الثاني: تعريف سياسة الاستدانة

تعد الاستدانة مصدرا تمويليا ثاني بعد التمويل بالملكية، وتعتمد عليه المؤسسة نظرا لما توفره من ميزات للمؤسسة وهذا حسب طبيعة الدين وآجال استحقاقه، لذلك تعرف الاستدانة بأنها الديون المالية التي تجمع كل من الديون القصيرة والمتوسطة وطويلة الأجل المقدمة من المؤسسات المالية أو المتعاملين الاقتصاديين².

وتعتبر الاستدانة سلاح ذو حدين فالاعتماد عليها بشكل معتدل تزيد من المردودية المالية أي زيادة ربحية السهم أما الاعتماد عليها بشكل مفرط يؤدي إلى عدم قدرة المؤسسة إلى الوفاء بالتزاماتها حيث يؤدي هذا إلى إفلاس المؤسسة.

يمكن تعريفها أيضا بأنها لجوء الشركات إلى الأطراف الخارجية من اجل الحصول على التمويل اللازم لتغطية احتياجاتها الاستثمارية أو الاستغلالية، وهذا من خلال الاقتراض من النظام البنكي، أو من خلال الأسواق المالية النشطة وذات كفاءة عالية من خلال طرح سندات للاكتتاب ويسمى بالقرض السندي³.

¹ محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015-2016، ص 87

² محمد زرقون وآخرون، اثر الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم، مجلة إضافات اقتصادية جامعة غرداية، المجلد 2، العدد 4، سبتمبر 2018، ص 150

³ محمد بوشوشة، سياسة الاستدانة في المؤسسة المفاضلة بين الاقتراض البنكي والتمويل السندي، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 4، سبتمبر 2012، ص 299

الفرع الثالث: أهمية الإئتمان في المؤسسة الاقتصادية

إن لكل مصدر من مصادر التمويل مجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من المصادر الأخرى وتكمن أهمية الإئتمان في المؤسسة الاقتصادية من خلال الميزات التالية:

أولاً: الإدارة والسيطرة:

تعتبر الإئتمان وسيلة من وسائل الحد من سياسة السيطرة والاستحواذ على المنظمة عن طريق دخول ملاك جدد عن طريق زيادة رأس المال أو بزيادة نسبة أسهم الملاك القدامى، لهذا تلجأ المؤسسة إلى الإئتمان لأن المدينين ليس لهم الحق في التصويت أو المشاركة في الجمعية العامة، لهذا الإئتمان من خلال هذا العنصر وسيلة دفاع وحماية للمنظمة.

ثانياً: المرونة:

وهذا يعني بان الاقتراض يوفر للمنظمة مرونة في التمويل أكثر من المرونة التي توفرها التمويل بأدوات الملكية، فالأقتراض متوفر بأنواع وأشكال متعددة وبمواعيد متفاوتة وبكميات تناسب والحاجة.

ثالثاً: الأثر على العوائد:

ويعني أن الاقتراض أقل أثراً في تآكل العوائد بالمقارنة مع زيادة رأس المال، لأن حقوق المقترض تقتصر على الفوائد التي سيتم استرجاع جزء منها عن خلال الوفر الضريبي.¹

رابعاً: انخفاض التكلفة:

تعتبر تكلفة التعاقد على القروض وتكلفة إصدار السندات منخفضة مع تكلفة إصدار الأسهم.

الفرع الرابع: سليات التمويل بالإئتمان:

إلى جانب الأهمية والمزايا التي توفرها الإئتمان للمؤسسة إلا أنها لا تخلو من بعض العيوب من أهمها:

- ✓ قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد أو أصل الدين إلى تعرض المنشأة إلى الإفلاس.
- ✓ يؤدي الاقتراض إلى تعريض المنشأة لنوع من المخاطر تعرف بالمخاطر المالية، ففي وجود الاقتراض يترتب على انخفاض المبيعات بنسبة معينة، تنخفض ربحية السهم أو مردودية الأموال الخاصة بنسبة أكثر.

¹ فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 58-59

✓ للقرض تاريخ استحقاق لهذا على المنشأة توفير قدر كبير من النقدية الجاهزة لاستخدامها في تسديد الدين عند حين اجله، وهذا يؤدي إلى وجود نقدية معطلة وبالتالي يؤثر هذا على مستوى الربحية.¹

✓ قد يعطي عقد الاقتراض الحق للمقرض في فرض قيود على المنظمة ومن أمثلة هذه القيود حظر الحصول على قروض جديدة، أو منع بيع وشراء أصول ثابتة أو حظر أو تخفيض توزيعات الإرباح.

المطلب الثاني: أنواع سياسات الاستدانة وتكلفتها

الفرع الأول: التمويل قصير الأجل:

وهي تلك الأموال التي تحصل عليها المنظمة من الغير سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، وتلتزم بردها خلال فترة زمنية لا تزيد عن سنة، ومن أشكال التمويل قصير الأجل وأهمها مايلي:

أولاً: الائتمان التجاري:

هو نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه الشركة من المدين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع أو الخدمات التي تحتاجها المؤسسة خلال دورة الاستغلال، وتعتمد المنشآت على هذا المصدر من التمويل بدرجة كبيرة أكثر من اعتمادها على الائتمان المصرفي وغيره من المصادر الأخرى قصيرة الأجل، ويطلق عليه اسم الائتمان التلقائي نظراً لأنه يزيد وينخفض مع التقلبات في حجم النشاط، كما يتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية.²

حيث تكلفته تعتمد على شروط الموردين ففي غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري في حكم التمويل المجاني كما يعتبر ذو تكلفة عند تحقق شرطين أولاً خصم نقدي نتيجة تعجيل الدفع وتم رفضه وثانياً قبول فترة الائتمان ويحسب بالعلاقة التالية³

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{مدة الخصم}} \times \frac{\text{نسبة الخصم النقدي}}{1 - \text{نسبة الخصم النقدي}}$$

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 556-557

² مرجع سبق ذكره، ص 532

³ نخري علي الجزيري، مرجع سبق ذكره، ص 27

ثانيا: الائتمان المصرفي:

يمثل الائتمان المصرفي القروض القصيرة الأجل التي تحصل عليه المنشأة من احد البنوك لمدة لا تزيد عن سنة بمقابل فوائد على هذه القروض، على إن يتم تسديد القروض مع فوائدها في آجال استحقاقها، ويختلف الائتمان المصرفي عن الائتمان التجاري انه يكون في شكل نقدية جاهزة، كما انه لا يأخذ شكل التجدد والاستمرار كما هو الحال في الائتمان التجاري.¹

وحساب تكلفة الائتمان المصرفي تختلف حسب طريقة التسديد هل هي عن طريق دفعات أو دفعة وحدة تشمل أصل القرض والفائدة كذلك اشتراط البنك ببقاء رصيد معوض لديه أو عدم اشتراط، لكن في اغلب الأحيان يكون التسديد دفعة واحدة أصل القرض والفائدة وسأخذ هذه الحالة في كيفية حساب تكلفة الائتمان مع احتفاظ البنك برصيد معوض ويكون بالعلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الائتمان المصرفي} = \frac{\text{قيمة الفائدة}}{\text{أصل القرض} - \text{الرصيد المعوض}} \times (1 - \text{نسبة الضريبة})$$

ثالثا: الأوراق التجارية:

إن الأوراق التجارية تعتبر من أقدم الأدوات النقدية المستعملة في الأسواق المالية وتعتبر أداة تمويل قصير الأجل، فهي عبارة عن إسناد الأمر قصير الأجل تصدر في السوق المفتوحة من قبل الشركات ذات الملاءة المالية العالية، دون وجود ضمانات معنية كالالتزام على الجهة المصدرة ذاتها، ومن أهم الفروق بين الأوراق التجارية والكمبيالة والشيك، هو أن الأوراق التجارية لا تنطلق في وجودها من عملية تجارية، بل هي عملية مالية مستقلة بذاتها، لكون هذه الأوراق لا تكون مضمونة وتحمل اسم المصدر فقط.²

وتحسب تكلفة الأوراق التجارية وفق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الأوراق التجارية} = \frac{\text{قيمة الفائدة}}{\text{قيمة الورقة التجارية} - (\text{المصاريف الإدارية} + \text{قيمة الفائدة})} \times \text{فترة الاستحقاق}$$

¹ عبدالله عبدالله السنفي، مرجع سبق ذكره، ص 240

² فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره ص 73

وهناك عدة أنواع من مصادر التمويل قصير الأجل منها القروض الخاصة التي يدفعها الملاك لتحسين الملاءة المالية للمؤسسة، أيضا التسيقات المقبوضة من العملاء وكذلك المتأخرات وتشمل الأجور الضرائب اقتطاعات الضمان الاجتماعي التي تعتبر تكاليف مستحقة غير مدفوعة.¹

الفرع الثاني: التمويل طويل ومتوسط الأجل:

يأخذ التمويل بالمدىونية الطويل والمتوسط الأجل عدة أشكال ومن أهمها:

أولا: القروض البنكية الطويلة والمتوسطة الأجل:

تعتبر القروض من أهم مصادر تمويل الأصول الثابتة في الشركات المساهمة العامة، وذلك لسهولة الحصول عليها وبالمبالغ الكبيرة، وهو عبارة عن اتفاق مكتوب بين المقرض والمقترض يقدم بموجبه المقرض مبلغا من المال للمقترض دفعة واحدة لمدة معينة تتراوح بين (5 إلى 30 سنة) مقابل التزام المقترض بإرجاع هذا المبلغ مع فوائده وفق دفعات متفق عليها مسبقا وعادة يتضمن هذا الاتفاق شروط عديدة أهمها:

سعر الفائدة - طريقة تسديد الفائدة واصل القرض - مدة القرض - المبلغ المعوض الواجب الاحتفاظ به من طرف البنك في حساب المقترض لدى البنك - السقف المسموح به لتوزيع الأرباح والاستثمار الرأسمالي وكذلك حجم الافتراضات الجديدة² ولهذه القروض تكلفة يتحملها المقرض وعند حساب هذه التكلفة يجب اخذ بعين الاعتبار طبيعة الدفعات هل هي سنوية أو سداسية أو تسدد آخر مدة القرض كما يجب حساب التكلفة بعد الاقتطاع الضريبي وهذا لما توفره الفائدة التي تخصم من النتيجة قبل حساب الضرائب وتسمى بالوفر الضريبي.

$$(1-IS) \frac{2 * T * F}{P * (N+1)} = K_d$$

وتحسب تكلفة القرض بالعلاقة التالية:

حيث :

F: إجمالي الفائدة المستحقة على القرض

N : عدد الدفعات = عدد الأقساط في السنة * عدد السنوات

T : عدد الأقساط في السنة

P : قيمة الدين (أصل القرض)

IS : نسبة الضريبة

¹ عبد الكريم قندوز، محاضرات الإدارة المالية 2، جامعة الملك فيصل، السعودية، 1347هـ، ص 53-55

² مرجع سبق ذكره ص 71

ثانيا: القرض السندي :

بشكل عام يمكن تعريف القرض السندي على أنها أوراق دين طويل الأجل من طرف الشركات أو الحكومات للحصول على التمويل من السوق المالي، حيث تعرف سندات الشركات على أنها صكوك دين يدل على أن الشركة اقترضت مبلغ معين من المال من مشتري السند وتتعهد الشركة بان تعيد مبلغ الدين عند تاريخ استحقاقه وكذلك بدفع فوائد دورية على هذا القرض تتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند، والسند هو وثيقة دين تحمل تاريخ استحقاق، ويتداول في السوق المالي وله قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تساوي القيمة الاسمية للسند، حيث تتحدد القيمة السوقية على درجة المخاطر التي يتعرض لها حامله، والتي تتوقف عن الوضعية المالية المصدره لهذا السند وكذلك أسعار الفائدة المتداولة في السوق¹ وتحسب تكلفة السندات بالعلاقة التالية:

$$\text{تكلفة السند} = \frac{\text{مبلغ الفائدة السنوية} + \left(\frac{\text{القيمة الاسمية} - \text{متحصلات بيع السند}}{\text{عمر السند}} \right)}{\text{القيمة الاسمية للسند}} \times (1 - \text{نسبة الضريبة})$$

ثالثا: الاستئجار:

يعتبر الاستئجار وسيلة حديثة نسبيا لتمويل الاستثمارات وذلك لعدم كفاية التمويل الذاتي، وكذلك لصعوبة الحصول على القروض الخارجية وخاصة في المنظمات الناشئة والصغيرة، وهو عبارة عن عقد بين طرفين يحول لأحدهما حق الانتفاع بأصل مملوك للطرف الآخر مقابل دفعات دورية لمدة زمنية محددة،² وهناك نوعان من الإيجار:

أ - الإيجار التشغيلي:

يعتبر إيجار تشغيلي إذا لم يتم تحويل كل الحقوق والالتزامات والمنافع والمساوي والمخاطر المرتبطة بملكية الأصل المؤجر ويمتاز الإيجار التشغيلي بالخصائص التالية:

- عدم نقل مخاطر الأصل إلى المستأجر حيث يبقى المؤجر متحمل الى هذه المخاطر مثل تكلفة الصيانة.
- فترة الاستئجار تكون قصيرة مقارنة بالعمر الإنتاجي للأصل.
- للمؤسسة المستأجرة حق إعادة الأصل لمالكه قبل استيفاء مدة العقد³

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره ص 548

² سلمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية ط1، المطبعة العربية، غرداية الجزائر، 2002، ص 114

³ عليمه مقلاتي، التمويل الاجباري كآليه حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، تخصص مالية وبنوك، جامعة أم البواقي، 2013-2014 ص 77

ب- الإيجار التمويلي:

حسب المادة الثانية من الأمر رقم 96-09 المتعلق بالائتمان الإيجاري، يعتبر ائتمان إيجار مالي (الإيجار التمويلي) إذا تم تحويل كل الحقوق والالتزامات والمنافع والمساوي والمخاطر المرتبطة بملكية الأصل المعني إلى المستأجر، ويعني ذلك أن مدة عقد الإيجار كافية لكي تسمح للمؤجر باستعادة كل نفقات رأس المال مضافاً إليها مكافأة الأموال المستثمرة، ويسمى أيضاً بالتأجير الرأسمالي ويمتاز بالخصائص التالية.¹

- عقد طويل الأجل يغطي تقريباً العمر الإنتاجي للأصل وغير قابل للإلغاء.
- نقل جميع المخاطر المتعلقة بالأصل إلى المستأجر كل فترة العقد.
- إمكانية شراء الأصل عند انتهاء مدة العقد بمبلغ رمزي متفق عليه.
- دفع الأقساط الإيجارية خلال فترات متتالية تغطي تكلفة الأصل بالإضافة إلى عائد معين.

أما بخصوص تكلفة الإيجار التمويلي فهي شبيهة بتكلفة القروض.

المطلب الثالث: نسب الاستدانة وحدودها

الفرع الأول: نسب الاستدانة:

تقيس نسب الاستدانة المدى الذي ذهبت إليه المنظمة في الاعتماد على أموال الغير في تمويل احتياجاتها، ويهتم كل من الملاك والمقرضين بهذه المجموعات من النسب حيث اعتماد المؤسسة على أموال الغير يؤدي إلى رفع مردودية الأموال الخاصة، إلا أنها سوف تؤدي إلى زيادة المخاطر التي تتعرض لها المنشأة، ومن أهم هذه النسب مايلي:²

أولاً: نسبة الديون إلى حقوق المساهمين:

وتعرف هذه النسبة بنسبة الملكية حيث يتم من خلالها التعرف على مصادر التمويل في المنشأة

وتحسب بالعلاقة التالية:

مجموع الالتزامات
مجموع حقوق الملكية

¹ قدور بن عطية فتيحة، الائتمان الإيجاري كأداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، تخصص مالية نقود وتأمينات، جامعة مستغانم، 2014-2015، ص 54

² فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 244

الفصل الأول: الأسس النظرية والدراسات السابقة للسيولة وسياسة الإستدانة

إن الحصول على نسبة عالية يعني هذا أن المنشأة تعتمد في مصادر تمويلها الخارجية ذات الدخل الثابت أكثر من اعتمادها على مصادرها الداخلية، وهو ما يقلق أصحاب الديون والمقرضين، لأن ذلك يعتبر مؤشراً على زيادة درجة المخاطرة لدى الشركة.¹

ثانياً: نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأصول الثابتة:

تبين هذه النسبة مقدار مساهمة الديون طويلة الأجل في تمويل الأصول الثابتة، فارتفاع هذه النسبة مؤشر غير جيد حيث تعتبر المساهمة العظمى في امتلاك الأصول الثابتة يكون لحقوق الملكية وليس للالتزامات الثابتة، لكن عند انخفاض هذه النسبة يشجع المقرضون على منح القروض الطويلة الأجل لهذه المنظمة، وتحسب هذه النسبة

$$\frac{\text{الالتزامات طويلة الاجل}}{\text{الاصول الثابتة}} \text{ بالصيغة التالية}^2:$$

ثالثاً: نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية:

هنا يتم استبعاد الالتزامات المتداولة من إجمالي الديون وتعتبر هذه النسبة اقل تحفظاً لقياس المخاطرة التمويلية

$$\frac{\text{الالتزامات طويلة الاجل}}{\text{حقوق الملكية}} \text{ وقدرة المؤسسة على السداد، وتحسب بالعلاقة التالية}:$$

رابعاً: نسبة الأصول المتداولة إلى مجموع الديون:

تبين هذه النسبة العلاقة بين الأصول المتداولة وبين مجموع التزامات المنشأة، وأهمية هذا المؤشر ترجع إلى إن سداد القروض يستلزم استخدام النقدية، ومن ثم فإن المنشأة التي تملك نسبة مرتفعة من الأصول المتداولة بالقياس إلى مجموع مطلوباتها تكون في مركز أفضل من المنشأة ذات النسبة المنخفضة.³

$$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة} + \text{الخصوم الثابتة}} \text{ وتحسب بالعلاقة التالية}:$$

الفرع الثاني: حدود الاستدانة:

تعتبر الاستدانة الأداة الرئيسية في عملية المتاجرة بالملكية، فإن استخدامها قد يكون سبباً في زيادة الإرباح وعاملاً من عوامل الاستقرار والنجاح لبعض الشركات، ولكنها أيضاً قد تكون السبب الرئيسي في انهيار وفشل

¹ مؤيد رضى حنفر، غسان فلاح المطارنة، مرجع سبق ذكره ص 134

² مرجع سبق ذكره، ص 136

³ جميل احمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، بدون سنة نشر، ص 123

بعض الشركات الأخرى، لهذا يجب لن تكون هناك قيود تضبط استخدام القروض البنكية أو السندات ومن مهامها:

أولاً: ثبات الإيرادات:

ثبات الإيرادات في الشركات من سنة إلى أخرى يجعل المنظمة قادرة على مقابلة التزاماتها نحو حملة السندات والمؤسسات المالية، أما الشركات التي يتقلب إيرادها من سنة إلى أخرى قد تعجز عن الوفاء بالتزاماتها مما يؤدي إلى التوقف عن الدفع وإعلان إفلاسها، لهذا على المؤسسات قبل اللجوء إلى سياسة الإئتمان دراسة الأثر المالي الذي سيعود على المؤسسة.

ثانياً: تكلفة الاقتراض:

الإئتمان المفرط سواء كانت قروض أو سندات يؤدي إلى نقص في الضمانات المقدمة، وهذا النقص يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة المدفوعة إلى أن يصل إلى الحد الذي لا تستطيع المنظمة قبوله أو تحمله.

ثالثاً: العرف التجاري:

هناك عرف متعارف عليه لدى الشركات الذي يبين حدود الإئتمان التي لا يتعين عليها تجاوزها، وهذا حتى يمكن للسندات أن تلقى قبولا من المستثمرين وخاصة النوع المتحفظ الذي يدرك أن كلما أدت نسبة الأموال المقترضة إلى أموال الملكية زاد احتمال التوقف عن السداد

رابعاً: القيد القانوني:

فقد تنص القوانين المنظمة للشركات على نسبة معينة للإئتمان لا يمكن تجاوزها.

خامساً: القيود الموضوعية:

فالمؤسسات المالية قد تصدر شروط في عقود الاقتراض ملزمة للشركات بعدم التوسع في الإئتمان، حيث تجد الشركة عاجزة على إصدار سندات أو قروض جديدة.¹

¹مرجع سبق ذكره ص 396-397

المطلب الرابع: الرافعة المالية والائتمان

الفرع الأول: مفهوم الرافعة المالية:

ويقصد بالرفع المالي هو اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون زيادة التكاليف الثابتة بقيمة الفوائد المدفوعة أو المدينة .

كما عرفها آخر على أنها درجة اعتماد المنظمة في تمويل أصولها على مصادر تمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروض أو سندات، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون إليها الملاك أيضا.

وتسمى الرافعة المالية أيضا بالمناجرة بالملكية، وتعني قيام الشركة باستخدام أموال الغير من اجل تحقيق أكبر عائد ممكن للملاك وأصحاب المنشأة،¹ وهذا من خلال إدخال فوائد القروض كعبء مالي قبل احتساب الضريبة التي بدورها توفر للمؤسسة ربح ضريبي يرفع من مردودية الأموال الخاصة ويخفض من تكلفة الاقتراض في نفس الوقت.

الفرع الثاني: أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة :

وهو الفرق بين مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية، حيث تحصل المؤسسة على الأموال التي تمول بها أصلها الاقتصادي والذي بدوره يحقق لنا نتائج تقارن بالأصل من جهة وبمصادر التمويل من جهة الأخرى.

$$\text{الأصل الاقتصادي (AE)} = \text{الأموال الخاصة (CP)} + \text{الائتمان (D)}$$

النتيجة التشغيلية أو نتيجة الاستغلال التي يفرزها الأصل الاقتصادي تتوزع بين الدائنين والملاك، والمتمثلة في المصاريف المالية والنتيجة الصافية لكل منهما على التوالي.

أولا: المردودية الاقتصادية:

والتي تعبر عن قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من بيع منتوجاتها في السوق بشكل مستقل عن كل سياسة تمويل أو إهلاك أو ضرائب على الأرباح، أي الكفاءة الصناعية والتجارية.²

وهي عبارة عن حاصل قسمة نتيجة الاستغلال بعد الضرائب إلى الأصل الاقتصادي

$$\text{المردودية الاقتصادية (Re)} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة (Rex)}}{\text{الأصل الاقتصادي (AE)}}$$

¹ بسام محمد الأغا، اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة غزة، فلسطين، 2005، ص 80-81
² إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات ج 1، ط 2، دار وائل للنشر، الأردن، 2011، ص 281.

ثانيا: المردودية المالية:

تسمى بمردودية الأموال الخاصة، حيث تبين المردودية المالية مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية ويمكن تعريفها بشكل آخر على أنها معدل المردودية الاقتصادية عند مستوى استدانة معدوم.¹

$$\frac{\text{النتيجة الصافية (Rnt)}}{\text{الاموال الخاصة (CP)}} = \text{المردودية المالية (Rcp)}$$

أثر الرافعة المالية يعبر عنه رياضيا بالعلاقة التالية: $(Rcp - Re)$ أي الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية.

من خلال معادلة المردودية الاقتصادية ومعادلة المردودية المالية نستطيع أن نستنتج العلاقة التالية:

$$Rcp = Re + (Re + K_{Dnet}) \times \frac{D}{CP}$$

حيث تمثل بيان عناصر هذه المعادلة كمايلي:

$\frac{D}{CP}$: يمثل ذراع الرافعة (الاستدانة/ الأموال الخاصة)

$(Re + K_{Dnet})$: يمثل فرق الرافعة (المردودية الاقتصادية بعد الضريبة - تكلفة الاستدانة بعد الضريبة

$(Re + K_{Dnet}) \times \frac{D}{CP}$: يمثل اثر الرافعة المالية

Re : تمثل المردودية الاقتصادية

Rcp : تمثل المردودية المالية

ثالثا: حالات اثر الرافعة المالية:

- إذا كانت الاستدانة معدومة ($D=0$) هذا يعني أن المردودية الاقتصادية تساوي المردودية المالية ويعني هذا أن أثر الرافعة المالية معدوم ($Re=Rcp$).
- إذا كانت تكلفة الاستدانة اقل من المردودية الاقتصادية ($K_{Dnet} < Re$) يكون اثر الرافعة ايجابي على مردودية الأموال الخاصة ويمكن الاعتماد على القروض في هذه الحالة.
- إذا كانت تكلفة الاستدانة اكبر من المردودية الاقتصادية ($K_{Dnet} > Re$) يكون اثر الرافعة سلبي على مردودية الأموال الخاصة في هذه الحالة ليس من صالح المؤسسة التمويل بالقروض.
- إذا كانت تكلفة الاستدانة مساوية إلى المردودية الاقتصادية ($Re=K_{Dnet}$) لا يوجد أثر للرافعة المالية في هذه الحالة.¹

¹ مرجع سبق ذكره ، ص 283.

الفصل الأول: الأسس النظرية والدراسات السابقة للسيولة وسياسة الإستدانة

من هذا كله نستنتج أن الفوائد هي نقطة ارتكاز في الروافع المالية، فكلما كانت الفوائد مرتفعة كلما كانت درجة الرفع المالي مرتفعة أيضاً، وبالتالي تزداد مخاطر الشركة في عدم القدرة على السداد للفوائد في التاريخ المحدد، إلا إن الرفع المالي إذا ما تم في ظل مردودية اقتصادية أعلى من تكلفة الاقتراض يبقى يحقق مردودية مالية مقبولة من طرف الملاك .

¹علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وتوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، رسالة ماجستير تخصص مالية مؤسسية، جامعة ورقلة، 2008-2009 ص 79-81

المبحث الثالث: الدراسات السابقة التي شملت السيولة وسياسة الإستدانة

تمهيد :

من خلال هذا المبحث حاولنا الإحاطة بالموضوع أكثر عن طريق إدراج بعض الدراسات السابقة بالعربية والأجنبية التي شملت موضعنا تأثير السيولة على سياسة الإستدانة في المؤسسة الاقتصادية .

المطلب الأول: بعض الدراسات السابقة باللغة العربية

سيتم في هذا المطلب عرض بعض الدراسات السابقة باللغة العربية حسب الترتيب الزمني كمايلي :

الدراسة الأولى : عبد الوهاب ددان، (2009-2010)¹، مقال تحت عنوان: << الجدول القائم حول هيكل التمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة >>

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أمثلية هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها ظاهرة ذات خصوصيات إقتصادية ومالية معينة، فقد عرف موضوع الهيكل المالي لهذا النوع من المؤسسات موجة من الأبحاث خاصة مع التطورات التي عرفتها علوم التسيير، إذ حاولت العديد من النظريات تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعليه نحاول في هذا البحث تسليط الضوء على مختلف النقاشات وتحليلها بخصوص هذا الموضوع، بدأ بإسهامات النظرية المالية الحديثة في تفسير إختيارات التمويل، مروراً بالتطورات النظرية حول هيكل التمويل وإنتهاء بالمقاربات والإسهامات النظرية المتوافقة مع خصوصيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الدراسة الثانية : ضيف ياسين، زاوي محمد، (2015)²، مقال بعنوان: << تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة

المسعرة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال فترة (2009-2012) >>

تهدف الإدارة المالية في اتخاذ قراراتها التمويلية إلى تعظيم قيمة الشركة السوقية، ولترشيد قرارات المدراء التمويلية هدفت هذه الدراسة إلى توضيح كيف يتم اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي بالشكل الذي يرفع من قيمة الشركة، وعليه تم اختبار مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركات السعودية المدرجة في السوق السعودي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2012 حيث غطت الدراسة عينة مكونة من 79 شركة.

¹ عبد الوهاب ددان، الجدول القائم حول هيكل التمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 07، 2009-2010 .

² ضيف ياسين، زاوي محمد، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال فترة (2009-2012)، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد 01، 2015 .

تم استخدام أسلوب البيانات الطويلة "Panel data" لدراسة العلاقة بين قيمة الشركة كمتغير تابع مقاسه بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والمتغيرات المستقلة التالية: (الهيكل المالي معبرا عنه بنسب المديونية الثلاثة، المردوديات، حجم الشركة مقاس بلوغار يتم إجمالي الأصول، النمو والمخاطر النظامية)، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة، حجم الشركة، المخاطر النظامية وقيمة الشركة من جهة، وعلاقة ليس لها معنوية إحصائية بين المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، النمو وقيمة الشركة من جهة أخرى.

الدراسة الثالثة: أحمد حابي، مصعب دعاس¹ (2015)، مقال تحت عنوان: >> محددات سياسة التمويل
المؤسسات الاقتصادية الجزائرية- دراسة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية في فترة (2012-2015) <<

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد مجموعة العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الصناعية الجزائرية باستخدام قاعدة بيانات ل 10 مؤسسات صناعية جزائرية في الفترة ما بين (2012-2015) وقد تم استخدام الانحدار المتعدد لتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة ونسبة الاستدانة باعتبارها متغيرا تابعا. أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المردودية الاقتصادية والاستدانة، وهذا ما يتفق مع نظرية التمويل السلمي، فالمؤسسات التي تتميز بارتفاع معدل مردوديتها وتمتلك القدرة على احتجاز الأرباح تعتمد على التمويل الذاتي مما يؤدي إلى انخفاض نسبة الاستدانة، وأما بقية المتغيرات فليس لها تأثير على الاستدانة.

الدراسة الرابعة: معيزه مسعود أمير، (2015-2016)²، رسالة دكتوراه بعنوان >> مصادر التمويل الإحتياجات
الإستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل إقتصاد الإستدانة - دراسة حالة التمويل بالقروض الإستثمارية في الجزائر- <<

من خلال البحث تم الإعتماد على نتائج الإنحدار المتعدد للبيانات المالية ل 58 مؤسسة صغيرة ومتوسطة تنشط على مستوى ولاية سطيف للفترة الممتدة من سنة 2010-2012، وهذا لدراسة العلاقة بين نسبة الإقتراض طويل الأجل في هيكلها المالي ومحددات التالية، تم التوصل من خلال هذا البحث إلى أن جزء مهم من تفسير محدودية لجؤ المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر للقروض الإستثمارية قد يعود إلى نقص مصادر التمويل الخارجية وعدم تنوعها بالإضافة إلى مدى قدرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على توفير الضمانات الملائمة للحصول على القروض البنكية، كما أنه لسلوكيات ورغبات مالكي و مسيير المؤسسات الصغيرة

1 أحمد حابي ومصعب دعاس، محددات سياسة التمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في فترة 2012-2015، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة الجزائر 3، المجلد 11، العدد 15، 2015 .

2 معيزه مسعود أمير، مصادر التمويل الإحتياجات الإستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل إقتصاد الإستدانة - دراسة حالة التمويل بالقروض الإستثمارية في الجزائر، رسالة دكتوراه، جامعة فرحات عباس 1، سطيف، الجزائر، 2016/2015.

والمتوسطة الأثر السلبي على نسبة الإقتراض الطويل الأجل والذين قد يفضلون المحافظة على الإستقلالية المالية للمؤسسة من خلال التوسع أكثر في الإعتماد على التمويل الذاتي .

الدراسة الخامسة : محمد بوشوشة (2015-2016)¹، أطروحة دكتوراه تحت عنوان : << تأثير السياسات

التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية - >>

إن تعدد مصادر التمويل وتنوعها أمام المؤسسة يؤدي إلى ضرورة اختيار المزيج التمويلي المناسب الذي يحقق أهداف المؤسسة المالية، إن هذا المزيج التمويلي الذي يتم اختياره يشكل ما يسمى بالهيكل المالي للمؤسسة، حيث أن عملية اختيار الهيكل للمؤسسة يعد في الواقع أمر صعب التحقيق وذلك نظرا لتعدد مصادر التمويل واختلاف الشروط الخاصة بكل نوع من مصادر التمويل، وكذلك لتأثير طبيعة الهيكل المالي الذي تم اختياره على الوضع المالي للمؤسسة.

ولقد توصلت 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 : أسماء بلعلمي، (2016)²، مقال تحت عنوان: << دور المرونة المالية في التأثير على قرارات

الهيكل رأس المال - دراسة حالة عينة من الشركات الصناعية >>

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد مدى تأثير المرونة المالية على قرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في السوق المالي خلال الفترة (2000-2009)، ولتحقيق هذه الدراسة تم الإعتماد على نموذج المعادلات الآتية (Simultaneous Equation Model)، وذلك بإستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2SLS)، حيث توصلت هذه الدراسة إلى أن العلاقة بين مؤشرات المرونة المالية وقرارات الشركة التمويلية تشكل علاقة خطية وذلك عكس ما كان متوقع، أي أنه كلما زاد حجم الشركة وزادت فرص تمويلها،

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

2 أسماء بلعلمي، دور المرونة المالية في التأثير على قرارات الهيكل رأس المال - دراسة حالة عينة من الشركات الصناعية، مجلة الإقتصاد الصناعي، جامعة باتنة 1، الجزائر، العدد 10، جوان 2016.

كلما قل إهتمامها بالمرونة المالية عند إتخاذها قرارات التمويل، كما أظهرت النتائج انه كلما زاد حجم الشركة زادت فرص نموها كلما زاد ميلها إلى إستخدام الدين في التمويل بدلا على الإعتماد على إصدار الأسهم الجديدة، كذلك توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين نسبة المديونية وهيكل التمويل الشركات قيد الدراسة وبين مؤشرات المرونة المالية المتمثلة في حجم الشركة ونسبة الأرباح المحتجزة ونسبة توزيعات الأرباح تمثل علاقة خطية يختلف إتجاهها من متغير إلى آخر .

الدراسة السابعة : بلخير بكاري، دغوم عبد الرحمان، (2017)¹، مقال بعنوان : >> دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية - دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة (2014-2009) <<

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

الدراسة الثامنة : محي الدين طرفاوي، عبد الله مايو، محمد زرقون، (2017)²، مقال بعنوان: >> تأثير سياسة

الإستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة حالة عينة من الشركات خلال للفترة (2014-2006) <<

تهدف هذه الدراسة إلى تقسيم أثر الإستدانة على الأداء المالي، وفحص طبيعة هذا التأثير حيث الباحث بتمثيل الإستدانة بنسبة الرافعة المالية أما الأداء المالي فمثله بمقاييس المحاسبية التقليدية (RAO)(REO)(ROS)(DCA)، من ثم إستنتاج أي من المؤشرات أكثر تأثر بالرفع المالي، وشملت الدراسة ثلاث مؤسسات وذلك في فترة (2014-2006)، وللوصول إلى نتائج الدراسة إعتد طريقة MCO بإستخدام برنامج Eviews، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة تأثير عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى

¹ بلخير بكاري، دغوم عبد الرحمان، دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية - دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة (2014-2009)، مجلة الدراسات-العدد الإقتصادي، جامعة الأغواط، الجزائر، المجلد 08، العدد 01، جانفي 2017.

² محي الدين طرفاوي، عبد الله مايو، محمد زرقون، تأثير سياسة الإستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة حالة عينة من الشركات خلال للفترة (2014-2006)، مجلة روى الاقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 12، جوان 2017.

معنوي 5% على كل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على المبيعات، ونمو رقم الأعمال، في حين لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية .

الدراسة التاسعة : سليم مجلخ وليد بشيتي (2019)¹، وهو مقال تحت عنوان << محددات الهيكل المالي في

المؤسسة الاقتصادية . دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الإنحدار الذاتي VAR >>

حيث يهدف الباحث من خلال الدراسة إلى التعرف على محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وتحديد العوامل المؤثرة على الهيكل المالي في مؤسسة الأجر ببرج صياط قائمة للفترة (2010 / 2016) باستخدام نموذج قياسي، توصلت الدراسة إلى أن محددات الهيكل المالي تنقسم إلى محددات كمية كيفية ومحددات أخرى وأن كل من السيولة و الربحية و المردودية المالية و الاقتصادية وهيكل الأصول هي العوامل المؤثرة على هيكل المالي للمؤسسة الأجر الأحمر .

وقد توصل الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى أن هيكل الأصول لمؤسسة الأجر يؤثر تأثير سلبي فوري في المدى الطويل دون المدى القصير على الهيكل المالي، في حين أن تأثير بقية المتغيرات ضعيف جدا في المدى الطويل ومنعدم في المدى القصير .

الدراسة العاشرة : يمينة مسراتي، رميدي عبد الوهاب، (2020)²، مقال بعنوان: << أثر محددات الهيكل

التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر - دراسة قياسية للفترة

<< (2011-2017) >>

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز تأثير محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر خلال فترة (2011-2017)، وذلك بنمذجة الظاهرة محل الدراسة بالإعتماد على نماذج بنال Panal في تقدير النماذج الثلاث، ومن ثم تحديد النموذج الملائم لها، فإتضح له من خلال التحليل الإحصائي والإقتصادي أن النموذج الملائم هو نموذج الإنحدار التجميعي، أختير 04 متغيرات مفسرة والتي تعبر على محددات الهيكل التمويلي (الحجم، النمو، السيولة، المديونية) في حين تمثل المتغير التابع في العائد على إجمالي الأصول، وقد توصلت إلى أن هناك علاقة ارتباط طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة

1 سليم مجلخ و وليد بشيتي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية - دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الإنحدار الذاتي VAR، مجلة الدراسات الاقتصادية، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، الجزائر، المجلد 6، العدد 1، 2019.

2 يمينة مسراتي، رميدي عبد الوهاب، أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر - دراسة قياسية للفترة (2011-2017)، مجلة الإقتصاد الجديد، جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، المجلد 11، العدد 01، 2020 .

السيولة والأداء المالي، في حين أن هناك علاقة الارتباط عكسية بن نسبة المديونية والأداء المالي، أما بالنسبة لمتغير الحجم والنمو لم يكن لهما دلالة إحصائية .

المطلب الثاني: بعض الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

سيتم في هذا المطلب عرض بعض الدراسات السابقة باللغة الأجنبية حسب الترتيب الزمني كمايلي :

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

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

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثير السيولة في الشركة على الهيكل المالي الأمثل، وذلك من خلال عينة تتكون من 300 شركة مدرجة في السوق الرئيسي لبورصة ماليزيا في الفترة الممتدة بين 2005 إلى 2013، عن طريق تطبيق OLS المجموع للتحقيق في تأثير نسب السيولة على نسب الديون المختلفة، حيث تقاس سيولة الشركة والتي تعتبر المتغير المستقل لهذه الدراسة ، بنسبتين شائعتين هما: النسبة السريعة والنسبة الحالية. بالإضافة إلى ذلك، تمثل نسب الدين العام (حقوق الملكية + الأصول) لهياكل رأس المال على أساس الدين قصير الأجل وطويل الأجل وإجمالي الديون وتعتبر المتغير التابع لهذه الدراسة.

تظهر النتائج أن جميع نسب السيولة لها تأثيرات كبيرة على الرافعة المالية. وفقاً للنتائج، فإن نسبة السيولة السريعة لها تأثير إيجابي على الرافعة المالية، على الرغم من أن النسبة الحالية مرتبطة سلباً بالرافعة المالية، علاوة على ذلك، يتأثر الدين قصير الأجل بشكل أكبر بالسيولة مقارنة بالدين طويلة الأجل.

الدراسة الثانية : (Abdel Majid Keddi & Amina hammada 2016)² ، موضوع الدراسة تحت

"Effect Of Financial Structure On Value Of The Company An

Empirical Study On The Non-financial Companies Listed In Kuwait Stock Exchange 2010-2014"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة. وقد أخذ عينات من تسع عشرة شركة غير مالية مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من بين 2010 إلى 2014، يتم إنشاء

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.

² Abdel Majid 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, Algérie, Revue DIRASSAT, Vol 07, No 02, Juin 2016.

وتحليل بيانات لوحة الشركات باستخدام التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية تقديرات Hausman Chi Square. استخدمنا نموذج الانحدار المتعدد لفحص العلاقة بين المتغير التابع وهو قيمة الشركة والمتغيرات المستقلة وهي: هيكل رأس المال وربحية الشركة وحجم الشركة وسيولة الشركة، ولقد أشارت النتائج التجريبية إلى وجود علاقة سلبية وكبيرة بين قيمة الشركة وهيكل رأس المال، وهذا يشير إلى أن الاستخدام المكثف للديون يؤثر سلباً على القيمة السوقية للشركة، مما يعني أن الشركات قيد الدراسة غير قادرة على إدراك فوائد استخدام الديون، كما أظهرت النتائج علاقة إيجابية ومعنوية بين قيمة الشركة وربحية الشركة، العلاقة بين قيمة الشركة وحجمها إيجابية، وهي ذات دلالة إحصائية، مما يشير إلى أن الشركة تستخدم إجمالي أصولها بشكل فعال لزيادة قيمتها.

الدراسة الثالثة : (Nadia RASSOUL 2018)¹، موضوع الدراسة تحت عنوان :

"Importance du mode de financement dans la pérennité des entreprises familiales algériennes "

من خلال هذه الدراسة، قدمت الباحثة مخططاً للعلاقة بين طريقة التمويل التي تختارها الشركة العائلية واستدامتها، ومن خلال مراجعة الأدبيات، حاولت تقييم العوامل التي تحدد اختيار نموذج التمويل للشركات العائلية، قامت بتحليل العلاقة بين طريقة التمويل واستدامة الشركة العائلية التي تتميز بالطبيعة الإقليمية لوظائفها ولا سيما تلك المتعلقة بطريقة التمويل، يعزز الترسخ الاجتماعي والثقافي لهذه الشركات الثقة مع مختلف الشركاء الإقليميين وخاصة البنوك، سيركز الجزء الأخير من هذه الدراسة على نتائج البحث التجريبي حول دراستي حالة لشركات عائلية جزائرية صغيرة ومتوسطة .

¹ Nadia RASSOUL, **Importance du mode de financement dans la pérennité des entreprises familiales algériennes**, Université de Tizi-Ouzou, Algérie, Journal of Academic Finance, Vol.9, N° 1 , 2018.

الدراسة الرابعة : (Abdel Majid Keddi & Amina hamma 2018)¹، موضوع الدراسة تحت

عنوان : " **Effect of Capital Structure on Firms' Profitability: An Empirical**

Evidence from Pakistan Stock Exchange (PSX) "

من خلال هذه الدراسة يوضح الباحث إلى تأثير هيكل رأس المال على ربحية الشركات. من أجل فحص العلاقة، استخدمنا بيانات لوحة سنوية لـ 20 شركة غير مالية مدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة من 2009 إلى 2015، إن تقنية لوحة الاقتصاد القياسي المستخدمة لاستكشاف تأثير هيكل رأس المال على ربحية الشركات هي المربعات الصغرى العادية (OLS) يشتمل كل نموذج انحدار متعدد المتغيرات على متغيرين مستقلين ومتغيرين تابعين. أظهرت النتائج التجريبية أن الدين إلى حقوق الملكية له تأثير كبير على العائد على حقوق الملكية وغير مهم على صافي هامش الربح والعائد على الأصول، ومع ذلك فإن الدين إلى الأصل له تأثير ضئيل على العائد على حقوق الملكية وتأثير كبير على صافي هامش الربح والعائد على الأصول، ويخلص إلى أن أداء المنظمة حساس لنوع هيكل رأس المال الذي تتبناه الشركات ، وبالتالي فإن هيكل رأس المال له تأثير كبير على الربحية. لذلك، يجب على المديرين النظر في تأثير الدين على ربحية الشركات في وقت مبكر لتعديل مستويات الديون في هيكل رأس المال، علاوة على ذلك فإن المقرضين يفرضون موثيق الديون مع الأخذ في الاعتبار تأثيرها على ربحية الشركات ومن ثم يجب دمج المستوى الأمثل للديون وحقوق الملكية في هيكل رأس المال من أجل الوصول إلى المستوى المستهدف من الكفاءة والنجاح في أداء الأعمال.

¹ Assad Naim Nasimi & Rashid Naim Nasimi, **Effect of Capital Structure on Firms' Profitability: An Empirical Evidence from Pakistan Stock Exchange (PSX)**, Research Journal of Finance and Accounting www.iiste.org, Vol.9, N° 11 , 2018.

المطلب الثالث: تقييم الدراسات وإسقاطها على دراستنا الحالية

سوف نقوم في هذا المطلب بدراسة أوجه التشابه والاختلاف بين دراستنا الحالية والدراسات السابقة، من خلال الملاحظة نلخص النقاط التالية:

- من ناحية العينة

أجرت معظم الدراسات السابقة عينتها على المؤسسات الإقتصادية لمختلف القطاعات، على عكس دراستنا أجرت عينة على مجموعة من المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، وهذا يتفق مع بعض الدراسات السابقة لكونها تدرس نفس المجتمع الدراسة .

- من ناحية الأدوات المستخدمة

توافقت خمس الدراسات السابقة مع دراسة الحالية التي تدرس علاقة و أثر المتغير المستقل على المتغير التابع وفق نموذج Panel Data عن طريق الإئتماد على برنامج الإحصائي Eviews10 وبرنامج Microsoft Excel لمعالجة المعطيات، أما باقي الدراسات إئتمدت على نماذج إحصائية أخرى.

- من ناحية الهدف

تهدف معظم الدراسات السابقة إلى دراسة أثر سياسات التمويل وعلاقتها بالإئستدانة، أو أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، في حين إئفقت دراسة **Maziar Ghasemi & Nazrul Hisyam Ab Razak** بشكل جزئي مع دراستنا في تأثير السيولة على الإئستدانة .

مع كل هذه الإختلافات الموجودة، جاءت دراستنا كإضافة إلى الدراسات السابقة والتي تهدف إلى تحقيق من الفرضيات الموضوعية حيث ركزت دراستنا على أثر السيولة على سياسة الإئستدانة وذلك بإستخدام بعض النسب المالية للسيولة المؤسسة وكيفية تأثيرها على تمويل المؤسسة بإئستدانة، ويعتبر هذا الموضوع لم يتم التطرق له مباشرة .

خلاصة الفصل الأول:

لقد سلطنا الضوء من خلال هذا الفصل على الأدبيات النظرية، فتم التطرق لمجموعة من المفاهيم والتي لها صلة مباشرة بالدراسة والمتعلقة بالسيولة وسياسة التمويل بالإستدانة، تم إستخلاص العديد من النقاط أهمها:

- إبراز المفاهيم النظرية لكل من السيولة و الإستدانة .
- قياس السيولة لأخذ صورة واضحة تعكس نجاح أو فشل المؤسسة في مواجهة إلتزاماتها القصيرة والطويلة الأجل وتفاذي خطر العسر أو الإفلاس المالي.
- تعتبر قائمة التدفقات النقدية أداة فعالة في دراسة حركة السيولة الداخلة والخارجة للمؤسسة.
- يمكن قياس السيولة والإستدانة بعدة مؤشرات ونسب.
- للاعتماد على الإستدانة أثران، أثر إيجابي ويتمثل في الوفرة الضريبية وزيادة ربحية الأموال الخاصة، وأثر سلبي يتمثل في زيادة أعباء الإلتزامات.

الفصل الثاني:

الدراسة التطبيقية لتأثير السيولة

على سياسة إئتمان المؤسسة

تمهيد:

بعد الدراسة النظرية لهذا الموضوع والمتضمنة في الفصل السابق، نقوم في هذا الفصل بإسقاط الجانب النظري على الواقع، وذلك بإجراء دراسة تطبيقية على مجموعة من المؤسسات الإقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي إن بحثنا المتعلق بموضوع تأثير السيولة على سياسة الإئستدانة، يتطلب الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية، طالما أن هذا الإطار يعتبر أساس تنظيم المعلومات من أجل البحث على الحقائق و الوصول إلى نتائج، من خلال ما سبق قسمنا الفصل الثاني إلى مبحثين كمايلي:

المبحث الأول: الطريقة وأدوات الدراسة.

المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها.

المبحث الأول: الطريقة وأدوات الدراسة

يتناول هذا المبحث وصف المجتمع الدراسة وعينتها وكذلك أداة الدراسة المستخدمة وطرق إعدادها كما وصف لبعض الإجراءات التي تمت في إختيار أدوات الدراسة وتطبيقاتها ، والتعريف بالمتغيرات المعتمدة .

المطلب الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة

سنتطرق إلى هذا المطلب إلى التعريف ببورصة دبي و الخطوات المتبعة من أجل الحصول على عينة الدراسة
الفرع الأول: مجتمع الدراسة

أولاً: نبذة عن سوق دبي :

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000 ، وبدأ السوق نشاطه في 27 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة 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 إقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول(DFM)¹ .

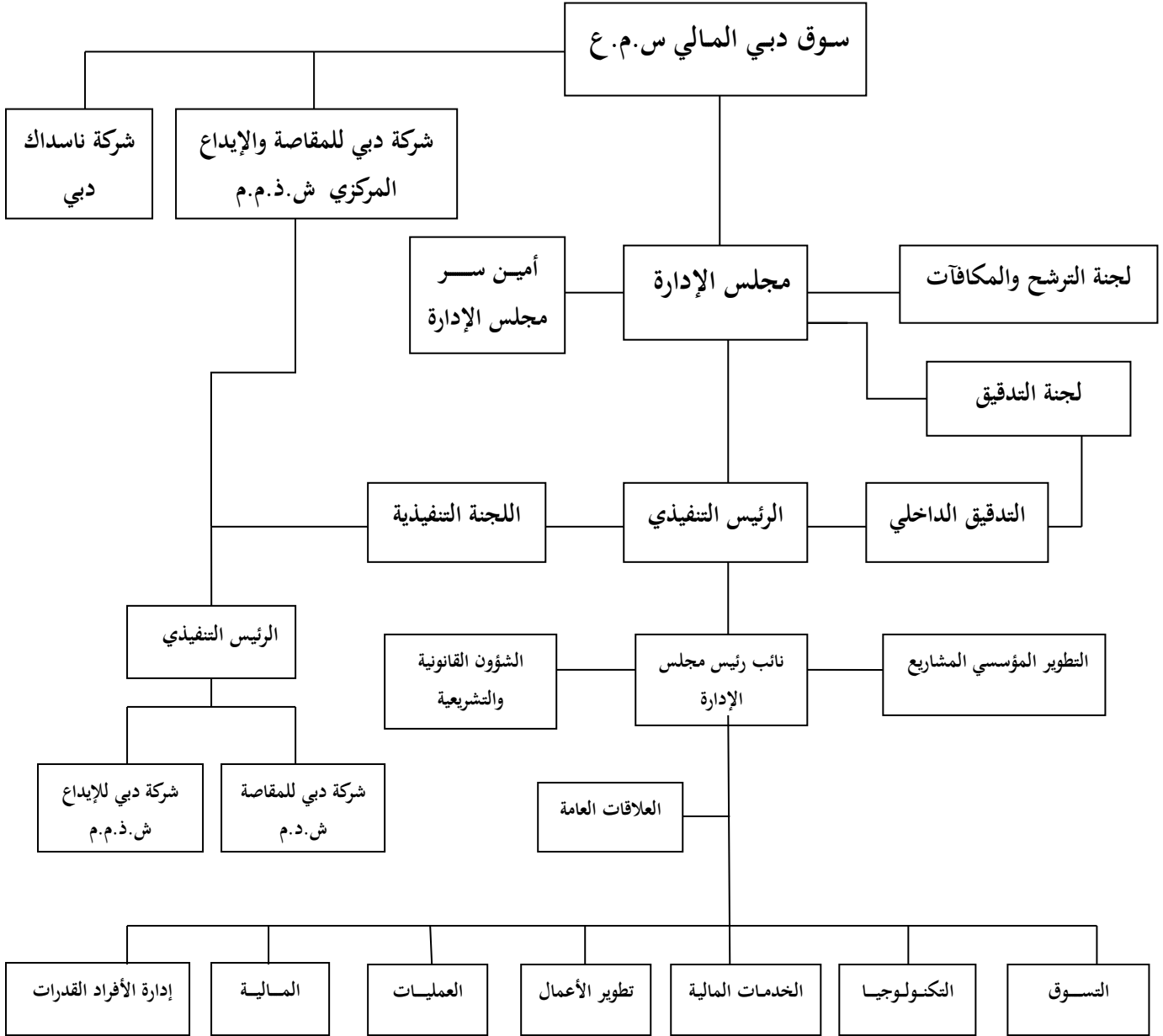
يخضع سوق دبي المالي تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل سوق دبي المالي، يتعاون سوق دبي المالي بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول.

¹ <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm>, 03/06/2021.

ثانيا: الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي:

يتكون الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي من عدة أقسام ودوائر وقطاعات كل حسب مهامه كالآتي:

الشكل رقم: (1-2) الهيكل التنظيمي لسوق دبي المالي



المصدر : سوق دبي المالي

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير السيولة على سياسة إستدانة المؤسسة

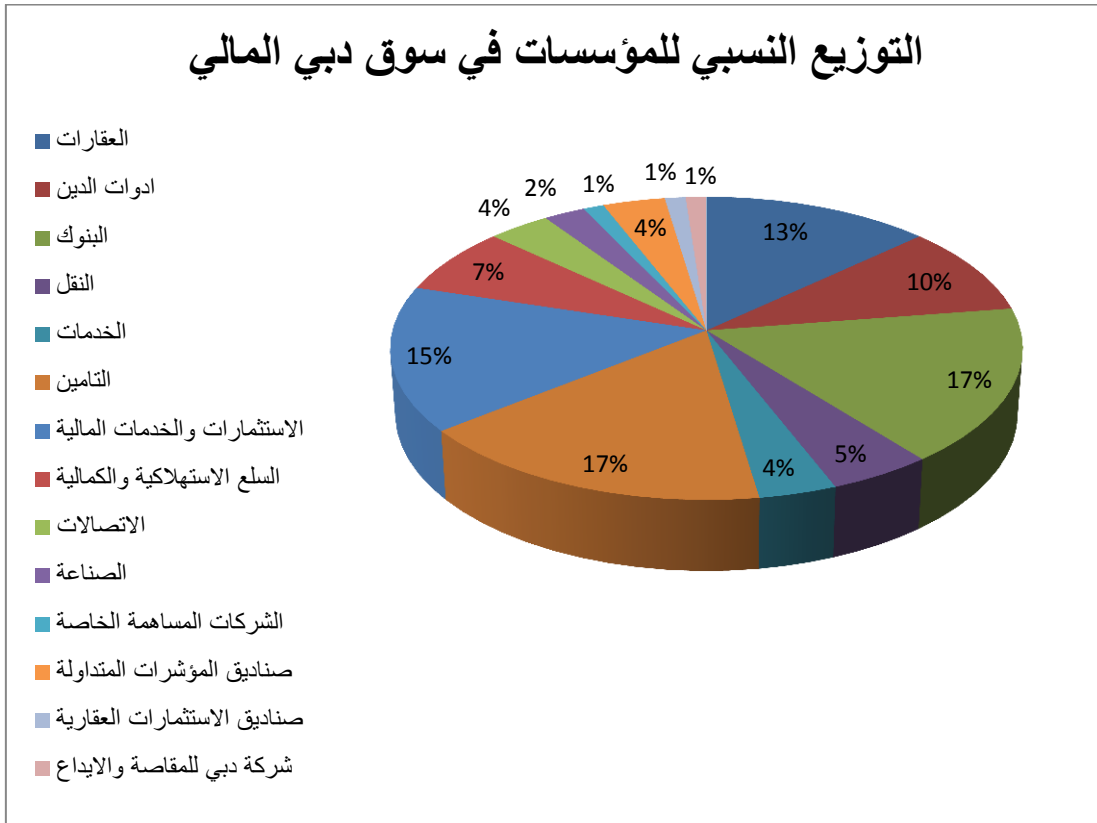
يتكون سوق دبي المالي من مجلس إدارة الذي ينبثق منه لجنة الترشيح والمكافآت ودائرة سر مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي الذي تحت مسؤوليته اللجنة التنفيذية لشركة دبي للمقاصة والإيداع المركزي، مع بعض الدوائر (دائرة التدقيق الداخلي، التطوير المؤسسي والمشاريع، الشؤون القانونية والتشريعية، العلاقات العامة، التكنولوجيا)، كذلك القطاعات الرئيسية التي تسعى إلى تحقيق طموحات المؤسسة (قطاع التسويق، الخدمات المالية، تطوير الأعمال، العمليات، المالية، إدارة الأفراد والقدرات)

يتمتع السوق المالي بشفافية والكفاءة من حيث التدقيق والرقابة مما يعرض مصداقية في التداول وشفافية القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة فيه.

ثالثا: المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي:

يضم سوق دبي المالي 84 مؤسسة مدرجة مقسمة حسب القطاعات وفقا لما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم: (2-2) التوزيع النسبي للمؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي



المصدر: من إعداد الطلبة

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير السيولة على سياسة إستدانة المؤسسة

الفرع الثاني: عينة الدراسة

أولاً: العينة الأولية للدراسة

تتكون عينة الدراسة من المؤسسات المدرجة في بورصة دبي، موزعة على حسب القطاعات، وذلك خلال الفترة الممتدة بين 2017-2019 وقد وضعنا شروط لتكوين العينة وهي كالآتي:

- 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 إلى القطاع المالي .
- أن تكون الشركة وطنية أو أجنبية .

من خلال هذه الشروط قد تم إلغاء عدة مؤسسات لا تتوفر فيها الشروط المكونة للعينة، هذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم: (1-2) جدول يوضح عملية كيفية إختيار العينة

البيان	العدد	نسبة %
مجموع المؤسسات المدرجة	84	100
البنوك	14	16.67
التأمين	14	16.67
أدوات الدين	8	9.52
المؤسسات المساهمة الخاصة	1	1.19
البيانات غير المتوفرة	25	29.76
مجموع المؤسسات المستثناة	62	73.81
العينة النهائية	22	26.19

المصدر : من إعداد الطلبة إعتقاداً على البيانات المنشورة في سوق دبي المالي

ثانياً: العينة النهائية للدراسة

بعد عملية الفرز تم الحصول على 22 مؤسسة كعينة نهائية من أجل إجراء وإختبار العلاقة بين السيولة وسياسة التمويل بالإستدانة للمؤسسة، والجدول التالي يوضح هذه المؤسسات و القطاعات التي تنتمي إليها:

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير السيولة على سياسة إستدانة المؤسسة

الجدول رقم (2-2) مؤسسات عينة الدراسة حسب القطاعات

النسبة من العينة %	القطاع	رمز المؤسسة	إسم المؤسسة
36.36	العقارات	EMAARDEV	شركة إعمار للتطوير ش.م.ع شركاتها التابعة
		UPP	الإتحاد العقارية شركاتها التابعة
		EMAARMALLS	إعمار مولز وشركاتها التابعة
		DEYAAR	شركة ديار للتطوير
		EMAAR	شركة إعمار العقارية وشركاتها التابعة
		MAZAYA	شركة المزايا القابضة وشركاتها التابعة
		DSI	ديرك اند سكل إنترناشيونال وشركاتها التابعة
		ARTC	أرابتك القابضة
22.72	السلع الإستهلاكية	UFC	شركة الأغذية المتحدة
		UNIKAI	نيوكاي للأغذية وشركاتها التابعة
		ERC	الإمارات للمطربات
		DXBE	دي أكس بي انترتينمنت وشركاتها التابعة
		DRC	دبي للمطربات
19.05	النقل	AGLTY	شركة إجيلتي للمخازن وشركاتها التابعة
		AIRARABIA	شركة العربية للطيران وشركاتها التابعة
		GULFNAI	الخليج للملاحة القابضة
		ARMX	إرامكس ش.م.ع وشركاتها التابعة
9.1	الصناعة	NCC	شركة الإسمنت الوطنية
		NIND	مجموعة الصناعات الوطنية القابضة
9.1	الخدمات	AMANAT	أمانات القابضة
		TABREED	الشركة الوطنية للتبريد
4.54	الإتصالات	DU	شركة الإمارات للإتصالات المتكاملة

المصدر : من إعداد الطلبة إعتقادا على البيانات المنشورة في سوق دبي المالي

نلاحظ من خلال الجدول أن المؤسسات المدرجة في العينة النهائية موزعة على مختلف القطاعات، حيث ينتمي أكثر من نصف المؤسسات إلى قطاع العقارات والسلع الإستهلاكية بنسبة تفوق 58 % من العينة، تليها المؤسسات المنتمة لقطاع النقل و الصناعة والخدمات بنسبة أقل من 40 % من المؤسسات المكونة للعينة، أما قطاع الإتصالات يمثل أدنى نسبة و التي تقدر بأقل من 5 % من العينة.

المطلب الثاني: متغيرات و أدوات الدراسة

سننتقل إلى هذا المطلب إلى تبيان وإظهار المتغيرات والأدوات المستعملة في الدراسة من أجل الحصول نتائج وتحليلها.

الفرع الأول: متغيرات الدراسة

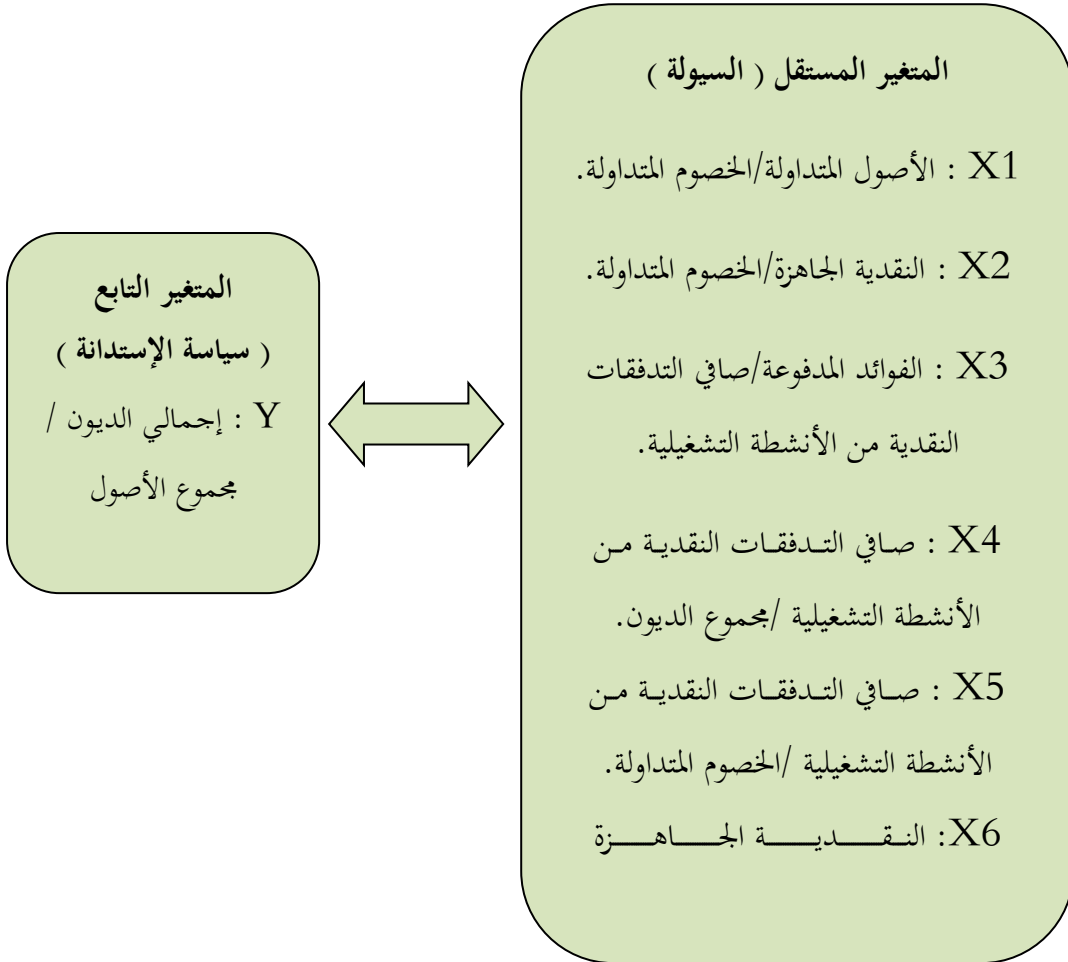
يتكون موضوع الدراسة من متغيرين، متغير مستقل يتمثل في السيولة، ومتغير تابع يتمثل في سياسة الإستدانة. المتغير المستقل: قمنا بتمثيل نسبة السيولة في المؤسسة بمجموعة من نسب والمؤشرات المالية التي تعكس ذلك، حيث إعتدنا على نسبة التغير لنسبة التداول (الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة) وللتعبير عن هذا المتغير سوف يتم إستخدام الرمز X1، كما إعتدنا على نسبة التغير لنسبة السيولة الفورية (النقديات الجاهزة / الخصوم المتداولة) وللتعبير عليها رمزنا لها بالرمز X2، أما نسبة التغير لنسبة الفوائد المدفوعة (الفوائد المدفوعة / صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية) فعبّرنا عليها بـ X3، و نسبة التغير لنسبة التغطية النقدية (صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية / مجموع الديون) وللتعبير على هذه نسبة إستخدمنا X4، وأما X5 يرمز نسبة التغير لنسبة تغطية الدين (التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية / الخصوم المتداولة)، و X6 ترمز للنقدية الجاهزة .

المتغير التابع: يمثل المتغير التابع نسبة إجمالي الديون / مجموع الأصول و المعبر عنها بالرمز Y.

تمثل متغيرات الدراسة في الشكل التالي .

من أجل تمهيد السلسلة و التخلص من مركبة الزمن إستخدمنا نسبة التطور لكل المتغيرات وهذا ما يمنحنا فرصة للحصول على نتائج أفضل والذي يعد أحد الحلول الناجعة للتخلص من مشكلة الإرتباط الذاتي بين الأخطاء ولأجل ذلك فقد إحتجنا إلى معلومات والبيانات المالية لسنة 2016 من أجل التمكن من حساب نسبة التطور لكل متغير .

الشكل رقم: (2-3) نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الطلبة

الفرع الثاني: أدوات الدراسة

من أجل نتائج المرجو من الدراسة والوصول إلى أهدافها والتحقق من فرضياتها، قمنا ببناء نماذج إحصائية تبحث عن وجود علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين السيولة وسياسة الإستدانة، وذلك بالإعتماد على نماذج تحليل بيانات البنال Panel بالإستعانة ببرنامج Excel لمعالجة البيانات وبرنامج Eviews 10 لتقدير نماذج الإنحدار.

ولتحليل النتائج المتحصل عليها من برنامج Eviews سنقوم بتطبيق ثلاث نماذج تحليل معروفة حسب منهجية Panel وهي: نموذج الإنحدار التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM)، وذلك بإجراء الإختبارات التالية للمفاضلة بين نماذج وإختبار المعنوية الإحصائية لنموذج المختار :

- إختبار BREUSH-PAGANLM & HAUSMAN : من أجل مفاضلة بين النماذج.
- إختبار المعنوية الإحصائية لمعاملات النموذج (Prob (t)) : لمعرفة المعنوية الإحصائية بين المتغير المستقل و المتغير التابع.
- معامل التحديد (جودة التوفيق) (R-Squared) : لمعرفة القوة التفسيرية للمتغير المستقل على المتغير التابع.
- الارتباط الخطي (Adjusted R-Squared) : لمعرفة نوع الارتباط بين المتغيرين.
- إختبار جودة النموذج (إحصائيات فيشر) (Prob (F-Statistic)) : لمعرفة المعنوية الإحصائية للنموذج ككل.
- إختبار Durbin-Watson Stat (DW) : لمعرفة الارتباط الذاتي بين الأخطأ.
- إختبار White : لمعرفة تجانس التباين (ثم إستخدامه ضمناً في تقدير النموذج) .

المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها

تمهيد

سوف نتناول في هذا المبحث عرض النتائج التطبيقية، إنطلاقاً من العينة المختارة بتطبيق الطريقة المتبعة وإستخدام الأدوات الإحصائية المذكورة سابقاً، وإختبار صحة الفرضيات من عدمها ذلك في المطلب الأول، أما المطلب الثاني سنقوم بتحليل النتائج المتحصل عليها ومناقشتها.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة التطبيقية

الفرع الأول: عرض نتائج مصفوفة الإرتباط

لمعرفة شدة إرتباط عناصر عينة الدراسة، قمنا بإنشاء الجدول التالي من خلاله تمت دراسة الإرتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع كمايلي :

الجدول رقم (2-3) مصفوفة معاملات الإرتباط

X6	X5	X4	X3	X2	X1	Y	
						1	Y
					1	-0.255536	X1
				1	0.6723041	-0.172754	X2
			1	0.1009016	0.1002669	-0.027240	X3
		1	0.0031188	0.1356331	0.0726790	-0.061077	X4
	1	0.9998935	0.0035359	0.1352655	0.0717290	-0.061135	X5
1	0.0043524	0.0045858	0.0314785	0.4816410	0.007532	-0.173945	X6

المصدر : من إعداد الطلبة بالإعتماد على برنامج Eviews 10

تظهر مصفوفة الإرتباط المبينة أعلاه عن توفر معاملات إرتباط ضعيفة وسالبة بين المتغير التابع Y والمتغيرات المستقلة (X3، X4، X5) بنسبة تتراوح بين 2% إلى 6% سالبة، بينما توجد علاقة سالبة تتراوح بين 17% إلى 25% للمتغيرات (X1، X2، X6)، أي هناك علاقة عكسية بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع وهذا من الطبيعي .

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير السيولة على سياسة إستدانة المؤسسة

وقد كشفت النتائج عن وجود علاقة متوسطة بين كل من (X2,X6) بنسبة 48 %، كما أوضحت المصنوفة على وجود علاقة قوية بنسبة 67 % للمتغيرين المستقلين (X1,X2) و علاقة وقوية جدا بنسبة 99.9 لكل من (X4,X5)، وبالنسبة للمتغيرات الأخرى تظهر النتائج عن إستقلاليتها عن بعضها لأن معاملات الإرتباط بينها ضعيفة ولا تتجاوز 13 % .

الفرع الثاني: النماذج الإنحدارية للإستدانة المؤسسة بدلالة نسب السيولة

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

الجدول رقم (2-4) نتائج النماذج الإنحدارية للإستدانة بدلالة نسب السيولة

الآثار العشوائية	الآثار الثابتة	النموذج التجميعي	البيان	
14.18975	12.54680	14.66577	المعلمة	C
0.0000	0.0029	0.0000	المعنوية	
-0.270971	-0.243771	-0.288738	المعلمة	X1
0.1050	0.0451	0.1081	المعنوية	
0.110189	0.081353	0.124599	المعلمة	X2
0.1969	0.0000	0.2160	المعنوية	
-0.001934	-0.009789	-5.92E-05	المعلمة	X3
0.3834	0.0603	0.9826	المعنوية	
0.005775	0.015557	0.002498	المعلمة	X4
0.5695	0.0101	0.7764	المعنوية	
-0.010388	-0.027729	-0.004581	المعلمة	X5
0.5653	0.0097	0.7700	المعنوية	
-0.194118	-0.167704	-0.209926	المعلمة	X6
0.1096	0.0002	0.1036	المعنوية	
0.026620	0.162542	0.030950	R²	
0.273088	0.136262	0.251583	F	
2.409924	3.501825	1.971800	DW	

المصدر : من إعداد الطلبة بالإعتماد على برنامج Eviews 10

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن :

- النموذج التجميعي: إن المتغيرين $X1, X6$ لهما نسبة معنوية عند 10 %، والمتغيرات $X3, X4, X5$ ليست لهم أي نسب معنوية، كما نلاحظ أن النموذج التجميعي ككل ليس لديه دلالة معنوية .
- النموذج الآثار الثابتة: بالنسبة للمتغيرات $X2, X4, X5, X6$ لديهم نسب معنوية عند 1 %، والمتغير $X1$ لديه نسبة معنوية عند 5 %، أما المتغير $X3$ فله نسبة معنوية عند 10 %، كما لاحظنا أن النموذج ككل ليس له نسبة معنوية .
- النموذج الآثار العشوائية: نلاحظ أن المتغيرين $X1, X6$ فقط لهما نسبة معنوية عند 10 %، وليس للنموذج ككل نسبة معنوية .

الفرع الثالث : إقتراح نموذج قياسي لإستدانة المؤسسة بدلالة نسب السيولة

إن المتغيرات المستقلة المعتمد عليها في الدراسة تتفاوت في درجة تفسيرها للمتغير التابع، لذلك قمنا بإجراء إختبار Stepwise Least Squares أظهرت النتائج أن النموذج الأفضل يتعلق بالمتغيرات $X6, X2, X1, Y$ ويكتب النموذج كمايلي:

$$Y=C+C_1X_1+ C_2X_2 + C_6X_6$$

الفرع الرابع : نتائج النماذج الإنحدارية بعد إختيار المعادلة الأفضل

بناء على ما سبق فإنه يمكن الإعتماد على المتغيرات المستقلة الثلاثة $X1, X2, X6$ لتفسير المتغير التابع Y .

سنقوم بإختبار نماذج تحليل بيانات Panel حسب المتغيرات المختارة، وكانت النتائج كمايلي:

أولاً: نتائج النموذج التجميعي

الجدول رقم (2-5) نتائج النموذج التجميعي

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 06/10/21 Time: 17:57				
Sample: 2017 2019				
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	7.614481	1.925420	14.66108	C
0.0989	-1.675124	0.168227	-0.281801	X1
0.2215	1.235089	0.093549	0.115542	X2
0.0958	-1.691483	0.120152	-0.203236	X6
13.92210	Mean dependent var	0.115354	R-squared	
45.60273	S.D. dependent var	0.072548	Adjusted R-squared	
10.46119	Akaike info criterion	43.91739	S.E. of regression	
10.59390	Schwarz criterion	119581.7	Sum squared resid	
10.51363	Hannan-Quinn criter.	-341.2193	Log likelihood	
1.988684	Durbin-Watson stat	2.694841	F-statistic	
		0.053600	Prob(F-statistic)	

المصدر : من إعداد الطلبة بالإعتماد على برنامج Eviews 10

من خلال الجدول أعلاه للنموذج التجميعي نلاحظ أن المتغيرين X1، X6 لديهما نسبة معنوية عند 10 %، أما المتغير X2 ليس لديه نسبة معنوية، وبخصوص النموذج ككل لديه دلالة معنوية عند 10 % أما DW فكانت 1.98 .

ثانيا: نتائج نموذج الآثار الثابتة

الجدول رقم (2-6) نتائج نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 06/10/21 Time: 18:01				
Sample: 2017 2019				
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	4.639632	3.192031	14.80985	C
0.0650	-1.896283	0.118777	-0.225235	X1
0.0000	7.075452	0.010546	0.074616	X2
0.0018	-3.330835	0.044951	-0.149725	X6
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
13.92210	Mean dependent var	0.489815	R-squared	
45.60273	S.D. dependent var	0.191169	Adjusted R-squared	
10.54714	Akaike info criterion	41.01282	S.E. of regression	
11.37655	Schwarz criterion	68964.12	Sum squared resid	
10.87488	Hannan-Quinn criter.	323.0556	Log likelihood	
3.474667	Durbin-Watson stat	1.640122	F-statistic	
		0.079989	Prob(F-statistic)	

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على برنامج Eviews 10

من خلال الجدول أعلاه للنموذج الآثار الثابتة نلاحظ أن المتغير X1 لديه نسبة معنوية عند 10 %، أما المتغيرين X2، X6 لديهما نسبة معنوية عند 1 %، وبخصوص النموذج ككل لديه دلالة معنوية عند 10 % أما DW فكانت 3.47 .

ثالثا: طريقة الآثار العشوائية

الجدول رقم (2-7) نتائج نموذج الآثار العشوائية

Dependent Variable: Y				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 06/10/21 Time: 18:02				
Sample: 2017 2019				
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
0.0000	5.385328	2.730874	14.70665	C
0.0977	-1.681492	0.157658	-0.265101	X1
0.2107	1.264627	0.082035	0.103743	X2
0.1008	-1.665634	0.113487	-0.189028	X6
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.1757	18.93567	Cross-section random		
0.8243	41.01282	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
10.87297	Mean dependent var		0.108757	R-squared
41.53474	S.D. dependent var		0.065632	Adjusted R-squared
99938.43	Sum squared resid		40.14860	S.E. of regression
2.383169	Durbin-Watson stat		2.521920	F-statistic
			0.065930	Prob(F-statistic)
Unweighted Statistics				
13.92210	Mean dependent var		0.115012	R-squared
1.990924	Durbin-Watson stat		119627.9	Sum squared resid

المصدر : من إعداد الطلبة بالإعتماد على برنامج Eviews 10

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير السيولة على سياسة إستدانة المؤسسة

من خلال الجدول أعلاه للنموذج الآثار العشوائية نلاحظ أن المتغيرين X_1, X_6 لديهما نسبة معنوية عند 10 %، أما المتغير X_2 ليس لديه نسبة معنوية، وبخصوص النموذج ككل لديه دلالة معنوية عند 10 % أما DW فكانت 2.38 .

الفرع الخامس : نتائج إختبار النموذج الأمثل

أولاً: إختبار **HAUSMAN** : يقوم هذا الإختبار على المفاضلة بين كل من نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة، وفق هذا الإختبار نختبر الفرضيتين التاليتين:
H0 = نموذج الآثار العشوائية وهو الملائم لدراسة العلاقة بين السيولة والإستدانة .
H1 = نموذج الآثار الثابتة وهو الملائم لدراسة العلاقة بين السيولة والإستدانة .
والجدول التالي يبين نتائج إختبار **HAUSMAN**:

الجدول رقم (2-8) نتائج إختبار **HAUSMAN**

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
1.0000	3	0.000000	Cross-section random

المصدر : من إعداد الطلبة بالإعتماد على برنامج Eviews 10

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن ($Prob > 0.05$)، ومنه نقبل فرضية نموذج الآثار العشوائية هو الملائم لدراسة العلاقة بين السيولة و الإستدانة، ونرفض فرضية نموذج الآثار الثابتة هو الملائم.

ثانياً: إختبار **BREUSH-PAGAN LM** : يسمح هذا الإختبار بالمفاضلة بين كل من نموذج الآثار العشوائية ونموذج التجميعي، وفق هذا الإختبار نختبر الفرضيتين التاليتين:

H0 = نقبل نموذج الآثار التجميعي وهو الملائم لدراسة العلاقة بين السيولة و الإستدانة .
H1 = نقل نموذج الآثار العشوائية وهو الملائم لدراسة العلاقة بين السيولة و الإستدانة .
والجدول التالي يبين نتائج إختبار **BREUSH-PAGAN LM**:

الجدول رقم (2-9) 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	
2.192092	1.069280	1.122812	Breusch-Pagan
(0.1387)	(0.3011)	(0.2893)	

المصدر : من إعداد الطلبة بالإعتماد على برنامج Eviews 10

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن (Prob > 0.05)، ومنه نقبل فرضية نموذج الآثار التجمعي هو الملائم لدراسة العلاقة بين السيولة والإستدانة ونرفض فرضية نموذج الآثار العشوائية هو الملائم.

ثالثا: تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المختار

أ. تقدير المعادلة: من خلال الجدول رقم 2-5 بناءً على انه هناك معنوية لكل المتغيرات، وكذلك النموذج لديه معنوية وعليه تكون المعادلة كمايلي:

$$Y=14.66-0.28X1+0.11X2-0.2X6$$

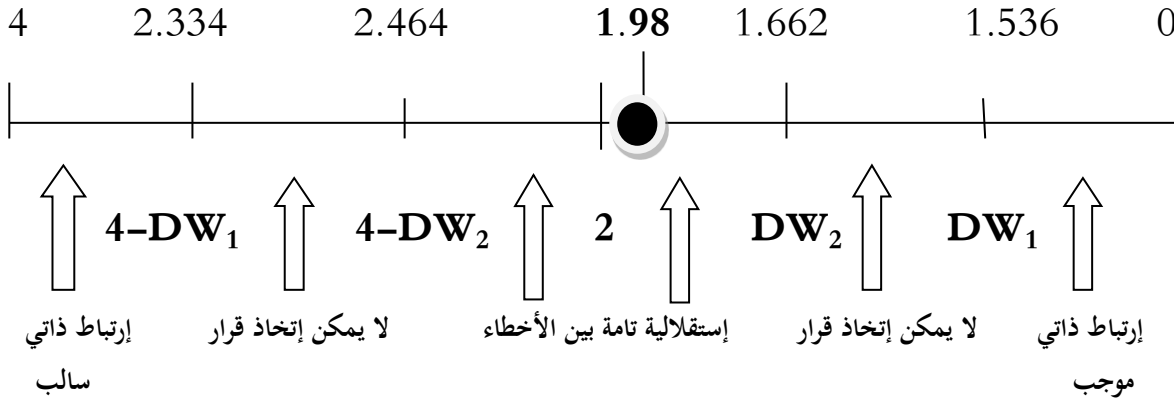
ب. اختبار معنوية المتغيرات: إنطلاقاً من الجدول رقم 2-5 نلاحظ أن معنوية كل من المتغيرين $X1, X6$ هي 10%، أما المتغير $X2$ ليس له معنوية.

ت. اختبار معنوية النموذج: من الجدول رقم 2-5 نجد أن معنوية النموذج هي 0.053 أي أن المعلمة عند مستوى معنوية 10%.

ث. الارتباط الخطي: من الجدول نجد أن $R^2=0.0725$ بمعنى أن المتغيرات المستقلة والمتمثلة في نسبة التداول و نسبة السيولة الفورية و الخزينة تؤثر بنسبة 7.25% من المتغير التابع المتمثل في الإستدانة وهذا يعني أن هناك متغيرات أخرى تفسر المتغير التابع تقدر ب 93%.

ج. الارتباط الذاتي بين الأخطاء: من خلال الجدول رقم 2-5 نلاحظ أن $DW=1.98$ ، ومن خلال الشكل أدناه نلاحظ أن هذه القيمة تقع بين DW_2 و $4-DW_2$ وبالتالي فهي في مجال إستقلالية تامة بين الأخطاء .

الشكل رقم (2-4) مناطق القبول و الرفض لإختبار DW



المصدر : من إعداد الطلبة

المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية

من خلال عرض نتائج الدراسة سنقوم بتفسيرها في شكل إستنتاجات على النحو التالي :

- نلاحظ أن متغيرات السيولة (X3،X4،X5) ليس لها تأثير على إستدانة المؤسسة، حيث بعد إلغائها تحسنت القدرة التفسيرية للنموذج.
- نلاحظ أن هناك ارتباط متوسط و قوي جدا بين متغيرات السيولة X3،X4 و X4،X5 على التوالي.
- إن زيادة وحدة واحدة من نسبة التداول (الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة) مع ثبات المتغيرات الأخرى فإن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول تتناقص بقيمة 28% أي هناك علاقة عكسية بين المتغيرين.
- عند زيادة في الخزينة بوحدة واحدة مع بقاء جميع المتغيرات ثابتة تنخفض الإستدانة بقيمة 20% أي هناك علاقة عكسية بين المتغيرين.
- نلاحظ أن القدرة التفسيرية لهذا النموذج تعتبر نسبة معتبرة (تقدر بـ 7.25%) لكثرة المتغيرات الخارجية الأخرى التي تؤثر على إستدانة المؤسسة .

خلاصة الفصل الثاني:

تناول في هذا الفصل الدراسة التطبيقية التي بينا من خلال أثر السيولة المعبر عنها بمجموعة من النسب (نسبة التداول، نسبة السيولة السريعة، نسبة التغير في الخزينة) على سياسة الإستدانة المعبر عنها (إجمالي الديون / إجمالي الأصول)، حيث أجريت الدراسة على عينة مكونة من 22 مؤسسة مدرجة في سوق دبي المالي، وقمنا بجمع البيانات التي ساعدتنا في حساب النسب اللازمة لإنجاز هذه الدراسة، والقيام بمعالجتها بالإعتماد على الأسلوب الإحصائي لتحليل البيانات Panel ثم إختبار الفرضيات بالإستعانة ببرنامج Eviews10 وبرنامج Microsoft Excel لمعالجة المعطيات.

حيث تظهر الدراسة عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبي التداول (الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة)، نسبة التغير في الخزينة مع إجمالي الديون / إجمالي الأصول، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة السيولة الفورية (النقدية الجاهزة الخصوم المتداولة) و إجمالي الديون / إجمالي الأصول.

الخاتمة

يرتكز موضوع هذا البحث حول تأثير السيولة على سياسة الإستدانة، من خلال ذلك طرحنا الإشكالية التالية ما مدى تأثير السيولة على سياسة التمويل بالإستدانة في المؤسسة الإقتصادية المدرجة في سوق دبي المالي؟ لهذا تم إختيار عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة دبي وهذا لفترة الممتدة من 2017 إلى 2019 حيث تم تقسيم الدراسة إلى فصلين، الفصل الأول تناولنا فيه الجانب النظري للمتغيرات الدراسة كما تناولنا بعض الدراسات السابقة وكيف تطرقت إلى هذا الجانب، أما الفصل الثاني فقد أسقطنا الجانب النظري بصيغة تطبيقية وستتناول في هذه الخاتمة مختلف النتائج التطبيقية التي توصلنا إليها وكذلك إختبار الفرضيات.

أولاً: نتائج البحث و إختبار الفرضيات

من خلال الأدبيات النظرية إستخلصنا النتائج التالية:

- تتمثل السيولة في قدرة المؤسسة على الوفاء بإلتزاماتها قصية الأجل في آجال إستحقاقها، وتتضمن عدة نسب منها مستخلصة من الميزانية العمومية (نسبة التداول، نسبة السيولة السريعة، صافي رأس المال العامل) ومنها ما هو مستخلص من جدول تدفقات الخزينة (نسبة التدفقات النقدية التشغيلية، نسبة الفوائد المدفوعة، نسبة التغطية النقدية).
- تتمثل الإستدانة في إعتداد المؤسسة في تمويل إحتياجاتها على مصادر تمويل خارجية ذات التكلفة الثابتة سواء كانت قروض أو سندات.....إلخ، مما يؤثر على مردودية المؤسسة .

من خلال الدراسة التطبيقية تم توصل إلى النتائج التالية:

- نلاحظ أن متغيرات السيولة، نسبة الفوائد المدفوعة/صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، نسبة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية /مجموع الديون، ونسبة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية /الخصوم المتداولة ليس لهم تأثير على إستدانة المؤسسة
- تؤثر نسبة التداول على إجمالي الديون / إجمالي الأصول بشكل عكسي بمعنى زيادة نسبة التداول تخفض نسبة الإستدانة في المؤسسة مما يرفع من إستقلالية المالية للمؤسسة.
- تؤثر نسبة السيولة الفورية على إجمالي الديون / إجمالي الأصول بشكل سلبي يعني أن زيادة في نسبة النقدية تخفض من الإستدانة بفرض ثبات رأس المال مما يؤثر على الإستقلالية المالية للمؤسسة.
- تؤثر نسبة التغير في الخزينة على إجمالي الديون / إجمالي الأصول بشكل عكسي بمعنى زيادة التغير في الخزينة يجعل المؤسسة في يسر مالي يمكن المؤسسة من تخفيض إستدانتها.

إنطلاقاً من ما سبق يمكن :

- نقبل الفرضية الأولى تؤثر نسبة التداول على إستدانة المؤسسة، لوجود علاقة عكسية بين هذه النسبة والإستدانة.
- نرفض الفرضية الثانية تؤثر نسبة السيولة الفورية على إستدانة المؤسسة، لوجود علاقة طردية بين هذه النسبة والإستدانة .
- نرفض الفرضية الثالثة توجد تغطية للسيولة الناتجة من الأنشطة التشغيلية للفوائد على سياسة الإستدانة، لعدم وجود أي علاقة بين هذه النسبة والإستدانة .
- نرفض الفرضية الرابعة يوجد تأثير تغطية التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية لإجمالي الديون، لعدم وجود أي علاقة بين هذه النسبة والإستدانة .
- نرفض الفرضية الخامسة يوجد تأثير تغطية التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية للديون قصيرة الأجل، لعدم وجود أي علاقة بين هذه النسبة والإستدانة .
- نقبل الفرضية السادسة يوجد تأثير لنسبة النقدية الجاهزة على سياسة الإستدانة، لوجود علاقة عكسية بين هذه النسبة و الإستدانة.

ثانياً: التوصيات و الإقتراحات

- على المؤسسة الإختيار الأمثل بين المزيح التمويل (أداة ملكية و أدوات الدين) وعدم الإفراط في الإستدانة التي تؤدي إلى مخطر الإفلاس.
- على الإدارة المالية للمؤسسة الإهتمام بتسيير سيولتها بصيغة جيدة وإستفادة منها بأقصى حد ممكن.
- إعطاء أهمية كبيرة للتحليل المالي خاصة النسب المالية لتغطية الضعف في المؤسسة.

ثالثاً: أفاق الدراسة

- إن البحث في مجال الإدارة المالية للمؤسسات الإقتصادية واسعاً وبه عدة إشكاليات و التي لأن تكون مواضيع للدراسة و البحث ومنها :
- إعادة هذه الدراسة على عينة أكبر و لفترة أطول حتى تكون النتائج أكثر دقة ومصداقية .
- أثر ربحية المؤسسة الإقتصادية على السيولة .

– مخاطر السيولة التي تواجهها المؤسسة الإقتصادية في إعداد الهيكل المالي.

المصادر والمراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ. الكتب:

- 1) سالم صلال الحسناوي، أساسيات الإدارة المالية ، دار المدينة الفاضلة ،2014
- 2) جميل احمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، بدون سنة نشر،
- 3) إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات ج 1، ط 2، دار وائل للنشر، الأردن، 2011.
- 4) عبدالله عبدالله الشقي، الإدارة المالية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، 2013
- 5) فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية إطار نظري ومحتوى عملي، بدون دار نشر ، 2012
- 6) محمود فتوح وآخرين، الإدارة المالية ج 3، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، إصدار الكتروني 2019
- 7) منير شاكر محمد، وآخرون ، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، مطبعة الطليعة ، عمان 2000.
- 8) فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، Financial Inc ، فلسطين، 2008.
- 9) مؤيد رضى خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري تطبيقي، دار المسيرة، الأردن، 2009.
- 10) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 11) سلمان ناصر، تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية، ط1، المطبعة العربية، غرداية الجزائر، 2002.

ب. البحوث العلمية:

- 12) أوراغ وناسة، أثر التحليل المالي على أداء المؤسسة، مذكرة ماستر فحص محاسبي، جامعة بسكرة، 2015-2016 .
- 13) بسام محمد الأغا، اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة غزة، فلسطين، 2005 .

- 14) علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وتوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، رسالة ماجستير تخصص مالية مؤسسة، جامعة ورقلة، 2008-2009 .
- 15) عليمه مقلاتي، التمويل الايجاري كأليه حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، تخصص مالية وبنوك، جامعة أم البواقي، 2013-2014 .
- 16) قدور بن عطية فتيحة، الائتمان الايجاري كأداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، تخصص مالية نقود وتأمينات، جامعة مستغانم، 2014-2015 .
- 17) محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثليه الهيكل المالي للمؤسسة، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015-2016 .
- 18) معيزه مسعود أمير، مصادر التمويل الإحتياجات الإستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل إقتصاد الإستدانة - دراسة حالة التمويل بالقروض الإستثمارية في الجزائر ، رسالة دكتوراه، جامعة فرحات عباس 1، سطيف، الجزائر، 2015/2016.
- 19) وليد زهير أبو شعبان، مدى تأثير السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة غزة، 2017.
- ج. المقالات والمجلات:
- 20) أحمد حابي ومصعب دعاس، محددات سياسة التمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في فترة 2012-2015، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة الجزائر 3، المجلد 11، العدد 15، 2015 .
- 21) أسماء بلعلمي، دور المرونة المالية في التأثير على قرارات الهيكل رأس المال - دراسة حالة عينة من الشركات الصناعية، مجلة الإقتصاد الصناعي، جامعة باتنة 1، الجزائر، العدد 10، جوان 2016.
- 22) بلخير بكاري، دغوم عبد الرحمان، دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية - دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة (2009-2014)، مجلة الدراسات-العدد الإقتصادي، جامعة الأغواط، الجزائر، المجلد 08، العدد 01، جانفي 2017.

- 23) سليم مجلخ و وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية - دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الإنحدار الذاتي VAR، مجلة الدراسات الاقتصادية، جامعة 8 ماي 1945، قلمة، الجزائر، المجلد 6، العدد 1، 2019.
- 24) ضيف ياسين، زاويزي محمد، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال فترة (2009-2012)، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد 01، 2015.
- 25) عبد الوهاب ددان، الجدل القائم حول هياكل التمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 07، 2009-2010.
- 26) محمد زرقون وآخرون، أثر الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم، مجلة إضافات اقتصادية جامعة غرداية، المجلد 2، العدد 4، سبتمبر 2018.
- 27) محي الدين طرفاوي، عبد الله مايو، محمد زرقون، تأثير سياسة الإستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة حالة عينة من الشركات خلال للفترة (2006-2014)، مجلة روى الاقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، العدد 12، جوان 2017.
- 28) يمينة مسراي، رميدي عبد الوهاب، أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر - دراسة قياسية للفترة (2011-2017)، مجلة الإقتصاد الجديد، جامعة يحي فارس، المدية، الجزائر، المجلد 11، العدد 01، 2020.
- د. البحوث و المطبوعات الجامعية
- 29) خيرى علي الجزيري، محاضرات إدارة مالية 2، كلية التجارة، جامعة القاهرة،
- 30) عبد الكريم قندوز، محاضرات الإدارة المالية 2، جامعة الملك فيصل، السعودية، 1347 هـ، هـ. البريد الإلكتروني:

31) <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm>، 03/06/2021.

32) موقع بورصة دبي

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

03/06/2021

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

أ. المذكرات الجامعية

33- Abdel Majid 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, Algérie, Revue DIRASSAT, Vol 07, No 02, Juin 2016.

ب. المقالات والمجلات

34 - 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.

35 - Nadia RASSOUL, **Importance du mode de financement dans la pérennité des entreprises familiales algériennes**, Université de Tizi-Ouzou, Algérie, *Journal of Academic Finance*, Vol.9, N° 1 , 2018.

36 - Assad Naim Nasimi & Rashid Naim Nasimi, **Effect of Capital Structure on Firms' Profitability: An Empirical Evidence from Pakistan Stock Exchange (PSX)**, *Research Journal of Finance and Accounting* www.iiste.org , Vol.9, N° 11 , 2018.

الملاحق

الملحق رقم 01 : يبين مخرجات برنامج Eviews 10 لتمثيل العلاقة بين سياسة الإستدانة و السيولة

نتائج النموذج التجميعي

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 06/10/21 Time: 15:33				
Sample: 2017 2019				
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	Coefficient Std. Error		Variable
0.0000	10.06464	1.457157	14.66577	C
0.1081	-1.631775	0.176947	-0.288738	X1
0.2160	1.250569	0.099634	0.124599	X2
0.9826	-0.021845	0.002711	-5.92E-05	X3
0.7764	0.285373	0.008752	0.002498	X4
0.7700	-0.293695	0.015597	-0.004581	X5
0.1036	-1.653273	0.126976	-0.209926	X6
13.92210	Mean dependent var	0.120401		R-squared
45.60273	S.D. dependent var	0.030950		Adjusted R-squared
10.54638	Akaike info criterion	44.89148		S.E. of regression
10.77861	Schwarz criterion	118899.4		Sum squared resid
10.63814	Hannan-Quinn criter.	-341.0304		Log likelihood
1.971800	Durbin-Watson stat	1.346003		F-statistic
		0.251583		Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد الطلبة بالإعتماد على برنامج Eviews 10

تابع للملحق رقم 01

نتائج نموذج الآثار الثابتة				
Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 06/10/21 Time: 15:37				
Sample: 2017 2019				
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
0.0029	3.187840	3.935831	12.54680	C
0.0451	-2.072211	0.117638	-0.243771	X1
0.0000	5.680262	0.014322	0.081353	X2
0.0603	-1.936544	0.005055	-0.009789	X3
0.0101	2.708522	0.005744	0.015557	X4
0.0097	-2.724995	0.010176	-0.027729	X5
0.0002	-4.086757	0.041036	-0.167704	X6
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
13.92210	Mean dependent var	0.510409	R-squared	
45.60273	S.D. dependent var	0.162542	Adjusted R-squared	
10.59684	Akaike info criterion	41.73231	S.E. of regression	
11.52579	Schwarz criterion	66180.24	Sum squared resid	
10.96391	Hannan-Quinn criter.	-321.6959	Log likelihood	
3.501825	Durbin-Watson stat	1.467253	F-statistic	
		0.136262	Prob(F-statistic)	

المصدر : من إعداد الطلبة بالإعتماد على برنامج Eviews 10

طريقة الآثار العشوائية

Dependent Variable: Y				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 06/10/21 Time: 15:39				
Sample: 2017 2019				
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 t	Variable
0.0000	5.980484	2.372677	14.18975	C
0.1050	-1.646521	0.164572	-0.270971	X1
0.1969	1.305271	0.084418	0.110189	X2
0.3834	-0.878230	0.002203	-0.001934	X3
0.5695	0.572021	0.010095	0.005775	X4
0.5653	-0.578254	0.017964	-0.010388	X5
0.1096	-1.624591	0.119487	-0.194118	X6
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.2057	21.23838	Cross-section random		
0.7943	41.73231	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
10.44387	Mean dependent var	0.116471	R-squared	
41.01520	S.D. dependent var	0.026620	Adjusted R-squared	
96610.44	Sum squared resid	40.46560	S.E. of regression	
2.409924	Durbin-Watson stat	1.296273	F-statistic	
			0.273088	Prob(F-statistic)
Unweighted Statistics				

13.92210	Mean dependent var	0.117876	R-squared
1.952552	Durbin-Watson stat	119240.8	Sum squared resid

المصدر : من إعداد الطلبة بالإعتماد على برنامج Eviews 10

الملحق رقم 02 جدول Durbin-Watson stat عند نسبة 5%

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

n	k*=1		k*=2		k*=3		k*=4		k*=5		k*=6		k*=7		k*=8		k*=9		k*=10	
	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	0.998	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	1.850	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

*k' is the number of regressors excluding the intercept