



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



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم: المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: محاسبة

ومالية

التخصص: مالية المؤسسة

تأثير التمويل بالاستدانة على مخاطر المؤسسة  
دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر للفترة الممتدة بين (2021-  
2024)

إشراف الأستاذة:

د.بديدة حورية

إعداد الطلبة:

- عبادو نهال
- دقة يسرى
- صخر ليلي

لجنة المناقشة

الصفة	المؤسسة	الرتبة	اسم الأستاذ
رئيس اللجنة	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	أستاذ محاضر-أ-	محمد الأمين مصباحي
مشرفا ومقررا	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	أستاذ محاضر-أ-	بديدة حورية
مناقشا	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	أستاذ محاضر-أ-	رشيدة خالدي

السنة الجامعية: 2025/2024





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



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم: المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: محاسبة

ومالية

التخصص: مالية المؤسسة

تأثير التمويل بالاستدانة على مخاطر المؤسسة  
دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر للفترة الممتدة بين (2021-  
2024)

إشراف الأستاذة:

د.بديدة حورية

إعداد الطلبة:

- عبادو نهال
- دقة يسرى
- صخر ليلي

لجنة المناقشة

الصفة	المؤسسة	الرتبة	اسم الأستاذ
رئيس اللجنة	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	أستاذ محاضر-أ-	محمد الأمين مصباحي
مشرفا ومقررا	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	أستاذ محاضر-أ-	بديدة حورية
مناقشا	جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي	أستاذ محاضر-أ-	رشيدة خالدي

السنة الجامعية: 2025/2024

## الإهداء

الى أولئك الذين رسموا احلامهم على جدران الجامعات،

وحملوا دفاترهم في طريقهم الى الشهادة..

الى طلبة غزة الجامعيين الذين رحلوا قبل ان تكتمل الحكاية،

قبل ان ينادى بأسمائهم يوم التخرج، فصاروا نورا لا ينطفئ في سماء العلم والكرامة. سلاما على

ارواحكم الطاهرة، وموعدنا عند رب لا ينسى.

## الإهداء

الحمد لله حبا وشكرا وامتنانا على البدء والختام اهدي هذا النجاح لنفسى أولا ثم إلى من ساندني و سعى معي

لإتمام هذه المسيرة دمت لي سندا لا عمرا .

اهدي تخرجي إلى من احمل اسمه بكل فخر إلى من حصد الأشواك عن دربي ليمهد لي طريق

العلم....بابا الغالي

إلى اليد الخفية والقلب الحنون وصاحبة الدعاء الصادق إلى من كانت الداعم الأول لتحقيق طموحي...ماما

الغالية.

إلى نبراس أيامي و وهج حياتي إلى من شددت عضدي بهم فكانوا ينايع ارتوي منها إلى خيرة أيامي وصفوتها ....

إخوتي وأخواتي الغاليين.

إلى صديقة العمر والسنين ... ممرضتي مروى. إلى روح

جدتي الطاهرة رحمة الله عليها.

إلى من جمعني بهم القدر وكانوا خير رفقة لي في انجاز هذه المذكرة : ليلى، يسرى. وإلى جميع

زملائي بالدفعة

إلى كل من وسعته ذاكرتي ولم تسعهم ذكرتي فله مني ألف سلام.

نهال

# الإهداء

الي امي الحبيبة

انت النور الذي اضاء دربي منذ ولادتي والحنان الذي غمرني في كل لحظة ضعف انت الحظن الدافئ والدعاء الصادق والمصدر  
الأول للقوة والايمان كل حرف اكتبه وكل نجاح احققه هو بفضل دعواتك الصادقة وقلبك

الكبير. الي

ابي العزيز

انت السند الذي لا يميل والكتف الذي اتكى عليه في كل محنة علمتني معنى المسؤولية وقوة العزيمة وكيف امشي ثابتا حتى في  
اقسى الظروف وجودك في حياتي نعمة لا تقدر بثمن وحكمتك منارات استضيء بها في

كل طريق

الي اخي الغالي

يا رفيق الطفولة وشريك اللحظات الجميلة كنت دائما الظهر الذي الجاء اليه والصوت الذي يحميني والعين التي تراقبني بحب وحرص فشكرا لك  
على كل لحظة كنت فيها بجانبني وعلى كل ابتسامة شاركتني إياها

الي اختي العزيزة

يامن تشبهني كثيرا وتفهمني ودون كلام فيك وجدت الصديقة والام الصغيرة والحنن الذي لا يخلدني مهما اختلفنا كل تفاصيلك تعني لي

الكثير وكل لحظة معك ذكرى لا تنسى

الي صديقاتي الرائعات

انتم الألوان التي تزين لوحتي والضحكات والتي تسكن ذاكرتي كنتم وما زلتتم الأمان فيزمن مليء بالمتغيرات والوفاء في

وقت قل فيه الاوفياء شكرا لكل لحظة صدق ولكل كلمة طمانينة ولكل وقت

كنتم فيه بلسما لروحي

## شكر وعرّفان

نحمد الله عز وجل الذي وفقنا في إتمام هذا البحث العلمي، والذي أهّلنا

الصحة والعافية فالحمد لله حمدا كثيرا

نتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير إلى الأستاذة الفاضلة

### الدكتورة حورية بديدة،

المشرفة على هذه المذكرة، على ما قدمته لنا من توجيهات قيمة، ودعم

علمي ومعنوي طوال فترة إنجاز هذا العمل. لقد كان لخبرتها الواسعة، وصبرها،

وملاحظاتها الدقيقة، الأثر الكبير في تحسين هذه المذكرة

فلكِ منا كل الامتنان والعرّفان، راجين من الله أن يوفقك ويسدد خطاك في

مسيرتك

وكذلك كل الشكر والامتنان الى أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة

هذا العمل وعلى ما سوف يقدمونه من توجيهات وتصويبات .

## تصريح شرفي

نشهد أن هذه المذكرة المقدمة للحصول على شهادة الماستر من كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير -جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي -هي نتيجة جهد شخصي، احترمنا فيها أخلاقيات البحث العلمي (خاصة ما تعلق بتجنب السرقة العلمية)، مما يجعلنا أصحاب حقوق ملكيتها الفكرية مع تحمل مسؤولية محتواها، ونرخص بالاعتباس منها شريطة الاقرار بذلك وفق قواعد المنهجية العلمية المتعارف عليها.

اسم ولقب الطالب 1 : اسم	دقة يسرى	الامضاء:
ولقب الطالب 2: اسم	عبادو نهال	: الامضاء
ولقب الطالب 3:	صخر ليلي	: الامضاء

## الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر التمويل بالاستدانة على مخاطر المؤسسات المدرجة في بورصة قطر، خلال الفترة الممتدة من 2021 إلى 2024، حيث شملت عينة الدراسة 31 مؤسسة. وقد تم تمثيل الاستدانة بعدة نسب مالية، بينما تم قياس المخاطر عبر الانحراف المعياري لعوائد الأسهم، وتم استخدامنا نموذج تحديد البيانات Panel Data بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10. أظهرت النتائج أن هيكل الدين يلعب دوراً مهماً في التأثير على مستوى المخاطر، حيث تبين أن الدين القصيرة الأجل تؤثر سلباً ومعنوياً على المخاطر، مما يعني أنها تسهم في تقليل التقلبات، في حين أن الدين طويلة الأجل تزيد من المخاطر بشكل معنوي. في المقابل، لم تكن للنسب الإجمالية للمديونية، ولا لمؤشر تغطية الفوائد، دلالة إحصائية على المخاطر. أما مؤشر الرفع المالي فقد أظهر تأثيراً سلباً ضعيفاً. وتبني هذه النتائج إلى أهمية التركيز على نوعية التمويل بدلاً من مستواه الكلي في التحكم في المخاطر المالية للمؤسسات.

**الكلمات المفتاحية:** استدانة، مخاطر المؤسسة، رافعة مالية، هيكل الدين، بورصة قطر.

## Abstract

This study aims to analyze the impact of debt financing on the risk levels of companies listed on the Qatar Stock Exchange during the period from 2021 to 2024. The sample includes 31 companies. Debt was represented through various financial ratios, while risk was measured using the standard deviation of stock returns. The analysis was conducted using Panel Data modeling through the statistical software Eviews10.

The results indicate that the structure of debt plays a significant role in influencing risk levels. Short-term debt showed a significant negative impact on risk, suggesting it helps reduce volatility, whereas long-term debt significantly increases risk. In contrast, overall debt ratios and the interest coverage ratio showed no significant effect on risk. The financial leverage ratio exhibited a weak negative impact. These findings highlight the importance of focusing on the quality of financing rather than its overall level in managing corporate financial risk.

**Keywords:** Debt financing, corporate risk, financial leverage, debt structure, Qatar Stock Exchange.

## الفهرس

اهداء:	I
شكر و عرفان	IV
تصريح شرفي	V
الملخص	VI
قائمة المحتويات	VII
الجداول	IX
الأشكال	X
الملاحق	XI
مقدمة	أ-د
الفصل الاول: الأسس النظرية لمخاطر التمويل بالاستدانة	1
تمهيد:	2
المبحث الاول: الإطار النظري للتمويل بالاستدانة	3
المطلب الاول: ماهية التمويل	3
المطلب الثاني: مفهوم التمويل بالاستدانة	5
المطلب الثالث: اشكال التمويل بالاستدانة	7
المبحث الثاني: مخاطر المؤسسة والاستدانة	10
المطلب الأول: مفهوم مخاطر المؤسسة	10
المطلب الثاني: أنواع مخاطر المؤسسة	12
المطلب الثالث: مخاطر الاستدانة	16
المبحث الثالث : الدراسات السابقة	19
تمهيد:	19
المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية	19
المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الاجنبية	22

27	المطلب الثالث: محل الدراسة الحالية بالدراسات السابقة .....
28	خلاصة الفصل: .....
29	الفصل الثاني : الدراسة التطبيقية لتأثير التمويل بالاستدانة على مخاطر المؤسسة.....
30	تمهيد: .....
31	المبحث الأول: الطريقة وأدوات الدراسة .....
31	المطلب الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة: .....
36	المطلب الثاني: متغيرات وأدوات الدراسة .....
38	المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها .....
38	المطلب الأول : عرض البيانات.....
50	المطلب الثاني : مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية.....
51	خلاصة الفصل: .....
52	خاتمة .....
56	قائمة المراجع .....

## قائمة الجداول

- الجدول 1-2: عدد الشركات المدرجة في كل قطاع..... 34
- الجدول 2-2: مؤسسات عينة الدراسة حسب القطاعات ..... 35
- الجدول 3-2: متغيرات الدراسة..... 37
- الجدول 4-2 :- توصيف البيانات من خلال المتغيرات الاساسية ..... 38
- الجدول 5-2 : توصيف البيانات من خلال المتغيرات الأساسية مع تحويلها لLOG..... 39
- الجدول 6-2 : التوصيف من خلال مصفوفة الارتباط..... 40
- الجدول 7-2: اختبار الثبات..... 40
- الجدول 8-2: اختبار الثبات بالنسبة للمتغيرات المستقلة..... 41
- الجدول 9-2: اختبار الثبات بالنسبة للمتغيرات المستقلة المعدلة..... 41
- الجدول 10-2: قيم تباين التضخم (VIF) لتحليل التعدد الخطي في المتغيرات المستقلة..... 41
- جدول 11-2: قيم تباين التضخم (VIF) بعد تحويل بعض المتغيرات إلى لوغاريتمات ..... 42
- الجدول 12-2: النماذج الانحدارية لمخاطر المؤسسة بدلالة نسب الاستدانة ..... 43
- الجدول 13-2: نتائج النموذج التجميعي..... 44
- الجدول 14-2: نتائج نموذج الاثار الثابتة..... 45
- الجدول 15-2: نتائج النموذج العشوائي ..... 46
- الجدول 16-2: نتائج اختبار Hausman ..... 47
- الجدول 17-2: نتائج اختبار Breusch-Pagan LM ..... 47
- الجدول 18-2: النموذج المصحح النهائي ..... 48

قائمة الأشكال

- الشكل 1-1: مخطط عملية شراء وتأجي مورد..... 9
- الشكل 1-2 : اسباب المخاطر ..... 12
- الشكل 1-2: الهيكل التنظيمي لبورصة قطر..... 32
- الشكل رقم 2-2: التوزيع النسبي للشركات المدرجة في بورصة قطر ..... 33

قائمة الملاحق

الملحق رقم 1: اختبار تجانس التباين (Heteroskedasticity) و اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation) للنموذج

المختار ..... 61

الملحق رقم 2 : جدول Durbin-Watson stat عند نسبة 5% ..... 62

# مقدمة

## اولا: توطئة

تشهد البيئة الاقتصادية والمالية العالمية تطورات متسارعة فرضت على المؤسسات تحديات متزايدة في مجال إدارة مواردها المالية واتخاذ قرارات تمويلية استراتيجية. فمع اشتداد حدة المنافسة وتقلب الأسواق وارتفاع تكلفة الموارد، أصبحت المؤسسات تبحث عن بدائل فعالة لتمويل أنشطتها، سواء لضمان استمرارية عملياتها التشغيلية أو لتمويل مشاريعها التوسعية والاستثمارية.

ومن بين الخيارات التمويلية المتاحة، يُعد \*\*التمويل بالاستدانة\*\*، أو ما يُعرف بالتمويل عن طريق الاقتراض من مؤسسات مالية أو عبر إصدار سندات، أحد الحلول الشائعة التي تلجأ إليها المؤسسات لتعزيز قدرتها التمويلية دون اللجوء إلى زيادة رأس المال أو المساهمة.

غني أن هذا النمط من التمويل، ورغم ما يوفره من مزايا، لا يخلو من تبعات قد تكون خطية على المدى المتوسط والطويل، خصوصاً فيما يتعلق بزيادة \*\*مستوى المخاطر المالية\*\* التي قد تهدد استقرار المؤسسة وريحتها وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها. فالاستدانة تؤدي إلى ارتفاع أعباء الفوائد وتزيد من الضغط على السيولة، مما يجعل المؤسسة أكثر عرضة لتقلبات السوق، وتراجع الإيرادات، وحتى لخطر الإفلاس في حالات قصوى.

## ثانيا: الإشكالية الرئيسية والإشكاليات الفرعية: 1- الإشكالية

## الرئيسية:

من أبرز التحديات التي تواجهها المؤسسة الاقتصادية نجد مسألة التمويل خاصة في ظل تقلبات الأسواق المالية وارتفاع حدة المنافسة مما يدفع العديد منها إلى الاعتماد على التمويل بالاستدانة كخيار لتلبية احتياجاتها المالية.

وانطلاقاً مما سبق يمكن ان نطرح الإشكالية بصيغة التالية:

ما مدى تأثير التمويل بالاستدانة على مخاطر المؤسسات المدرجة في بورصة قطر ؟

## 2- الإشكاليات الفرعية:

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

- ما مدى تأثير نسبة المديونية على مخاطر المؤسسات المدرجة في بورصة قطر؟
- هل تؤثر طبيعة الدين (قصي أو طويل الأجل) على مستوى المخاطر؟
- كيف يؤثر مدى تغطية الفوائد على استقرار المخاطر المالية؟
- ما علاقة الرفع المالي بمخاطر المؤسسات المدرجة؟

## ثالثاً: الفرضيات

للإجابة على الإشكالية الرئيسية سوف نعتمد على الفرضية الرئيسية التالية:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل بالاستدانة ومستوى المخاطر التي تواجهها المؤسسات المدرجة في بورصة قطر وللإجابة على الإشكاليات الفرعية فإننا نستعي بالفرضيات التالية:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية ومستوى مخاطر المؤسسات المدرجة في بورصة قطر.
- تؤثر طبيعة الدين (قصي الأجل أو طويل الأجل) بشكل معنوي على درجة المخاطر المالية للمؤسسات.
- تؤثر القدرة على تغطية الفوائد بشكل معنوي على استقرار المخاطر التي تواجهها المؤسسات.
- يوجد ارتباط معنوي بين مستوى الرفع المالي والمخاطر المالية للمؤسسات المدرجة في بورصة قطر.

## رابعاً: مبررات اختيار الموضوع

ان اختيارنا لهذا الموضوع يعود للأسباب التالية:

## 1. الأسباب الذاتية:

- رغبتنا الشخصية في التخصص في مجال التمويل والمخاطر

## 2. الأسباب الموضوعية:

- الحاجة لفهم العلاقة بين هيكل التمويل والمخاطر في السوق القطرية
- تزايد أهمية إدارة المخاطر في ظل الازمات الاقتصادية والمالية العالمية
- الأهمية المتزايدة للتمويل بالاستدانة في بيئة الاعمال الحديثة

## خامساً: أهمية الدراسة

تكتسي هذه الدراسة أهمية بالغة نظراً لما يشكله التمويل بالاستدانة من عنصر أساسي في هيكله الموارد المالية للمؤسسات، وتأثيره المباشر على مستوى المخاطر التي قد تواجهها. إذ أن الاعتماد المفرط على الديون قد يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية والتشغيلية، مما يهدد استقرار المؤسسة وريحتها. ومن هذا المنطلق، تسعى الدراسة إلى تسليط الضوء على العلاقة بين التمويل بالاستدانة ومخاطر المؤسسة، من أجل فهم أعمق للتوازن الواجب تحقيقه بين استخدام الديون وتحقيق الأمان المالي. كما تبرز أهمية هذه الدراسة من الناحية العملية في تمكّي متخذي القرار من اعتماد سياسات

تمويلية أكثر رشادة، ومن الناحية الأكاديمية في إثراء الأدبيات المتعلقة بموضوع التمويل والمخاطر، إضافة إلى توفيق مرجعية تحليلية تفيد المستثمرين والجهات الممولة في تقييم الأداء والمخاطر المرتبطة بالمؤسسات محل الدراسة.

### سادسا: اهداف الدراسة

- تحليل العلاقة بين التمويل بالاستدانة ومستوى المخاطر التي تواجهها المؤسسات المدرجة في بورصة قطر.
- تحديد أنواع المخاطر المرتبطة بالاستدانة، سواء كانت مخاطر مالية، تشغيلية أو سوقية، في البيئة القطرية.
- دراسة تأثي الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسات القطرية، ومدى استقرارها المالي في ظل الاعتماد على الديون.
- تقييم الهيكل التمويلي للمؤسسات في بورصة قطر ومدى ملاءمته لتحقيق التوازن بين النمو وتقليل المخاطر.
- تقديم توصيات عملية للإدارات المالية والمؤسسات الاستثمارية حول الاستخدام الأمثل للتمويل بالدين.
- دعم صناعات القرار والجهات الرقابية في سوق المال القطري من خلال نتائج وتحليلات تساعد على تحسي كفاءة السوق والحد من المخاطر النظامية.

### سابعا: حدود الدراسة

- الحدود الزمنية: تمت الدراسة خلال الفترة الممتدة من 2021 الى غاية 2024.
- الحدود المكانية: تمت الدراسة على مستوى عينة تتكون من (31 شركة) من الشركات المدرجة في بورصة قطر والتي تم اختيارها بناء على عدة شروط:

- أن تكون الشركة مدرجة قبل سنة 2021 .
- أن تكون الشركة قد قامت بإفصاح للقوائم المالية خلال الفترة 2021-2024
- لم تقم الشركة بأي من الاتحاد أو الاندماج خلال فترة الدراسة.
- لم تقم الشركة بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة.

### ثامنا: منهج وأدوات الدراسة:

من أجل معالجة موضوع الدراسة والوصول إلى النتائج المرجوة، اعتمدنا على منهجي متكامل، حيث تم استخدام المنهج الوصفي في الجانب النظري بهدف جمع وتحليل مختلف المفاهيم المرتبطة بالاستدانة ومخاطر المؤسسات، بما يسمح بتأطير نظري دقيق لموضوع البحث. أما في الجانب التطبيقي، فقد تم اعتماد منهج دراسة الحالة لقياس أثر التمويل بالاستدانة على مخاطر المؤسسات، وذلك من خلال تحليل بيانات واقعية باستخدام نموذج بيانات البائل

(Panel Data) الذي يسمح بدراسة العلاقة بين المتغيرات عبر الزمن وبين مختلف الوحدات. وقد تم توظيف الأدوات الإحصائية المناسبة باستخدام البرنامجي EViews 10 و Microsoft Excel لمعالجة البيانات واستخلاص النتائج..

### تاسعا: صعوبات الدراسة

1. صعوبة التخطيط والتنظيم.
2. صعوبة جمع المعلومات و ايجاد المراجع.

### عاشرا: هيكل الدراسة:

سعيًا لإنجاز هذه الدراسة والإجابة على إشكالياتها، تم تقسيمها إلى فصولي، يسبقهما تمهيد وتليهما خاتمة. خُصص الفصل الأول للإطار النظري والدراسات السابقة، حيث تناول المفاهيم الأساسية المرتبطة بالتمويل بالاستدانة من حيث تعريفه، أهميته، أشكاله ودوافعه، إلى جانب التطرق لمفاهيم مخاطر المؤسسة، أنواعها وطرق قياسها، بالإضافة إلى عرض أبرز الدراسات السابقة ذات الصلة. أما الفصل الثاني، فتم تخصيصه للجانب التطبيقي، وتناول في مبحثه الأول مجتمع وعينة الدراسة، والمتغيرات المستخدمة، والأساليب الإحصائية المعتمدة، بينما خصص المبحث الثاني لعرض النتائج وتحليلها والإجابة على فرضيات الدراسة.

# الفصل الاول: الأسس النظرية لمخاطر

## التمويل بالاستدانة

المبحث الاول: الإطار النظري للتمويل بالاستدانة المبحث

الثاني: مخاطر المؤسسة والاستدانة المبحث الثالث: الدراسات

السابقة

## تمهيد:

يعتبر التمويل بالاستدانة أحد الأدوات المالية الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسات لتحقيق أهدافها وتوسيع نطاق عملياتها في ظل التنافس الشديد في الأسواق العالمية والمحلية، تلجأ العديد من الشركات إلى استخدام الديون كوسيلة للحصول على راس المال اللازم لتمويل مشاريعها وتلبية احتياجاتها التشغيلية، وعلى الرغم من الفوائد المحتملة الناتجة عن هذا النوع من التمويل، مثل زيادة العوائد وتحفيز النمو، فإن له مخاطر لا يمكن تجاهلها.

قمنا بتقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث من أجل الامام بموضوع الدراسة، كما يلي:

- المبحث الاول:الإطار النظري للتمويل بالاستدانة
- المبحث الثاني:مخاطر المؤسسة والاستدانة
- المبحث الثالث: الدراسات السابقة

## المبحث الاول: الإطار النظري للتمويل بالاستدانة

التمويل بالاستدانة هو أداة قوية يمكن ان تساعد على زيادة القدرات المالية وتحقيق النمو، ولكن يجب ان يتم استخدامها بحذر وفهم المخاطر المترتبة عليه، ومن المهم اجراء التحليلات اللازمة ووضع استراتيجيات إدارة مالية فعالة للتأكد من ان الديون تخدم الأهداف المالية بدلا من ان تصبح عبئا.

### المطلب الاول: ماهية التمويل أولا:

#### تعريف التمويل

يعرف التمويل بأنه الامداد بالأموال في أوقات الحاجة اليها<sup>1</sup> وهذا التعريف يتكون من العناصر التالية:

- ✓ تحديد دقيق لوقت الحاجة له.
- ✓ البحث عن مصادر للأموال.
- ✓ المخاطر التي تعترض أي نشاط يزاوله الانسان.

وطالب التمويل بهذا المفهوم ليس فقط الشركات بأنواعها بل وأيضا الافراد والاسر والدول. وكل شخص منا مسؤول عن التمويل، سواء كان هذا التمويل خاص بمشروع كبي او تدبي شؤون البيت، فانه يواجه بصورة متوقعة للتدفقات النقدية الداخلية من المتحصلات من جهة والتدفقات النقدية الخارجة نتيجة للمدفوعات من جهة أخرى. ومسؤولية الممول هي محاولة التأكد من حسن تدبي المتحصلات والمدفوعات بحيث يتيسر المال دائما للوفاء بالمدفوعات اللازمة كلما ظهرت. وعندما تتساوى المتحصلات والمدفوعات فلا مشكلة في ذلك. اما إذا كانت المتحصلات او المدفوعات تحدث بشكل متقطع وفي مستمر فانه يلزم التدبي لضمان توفى المال للمدفوعات الضرورية. ويحدث هذا الأحي حالة كون المتحصلات النقدية اقل من المدفوعات منها وينجم عن ذلك ظهور عجز. اما كون المتحصلات النقدية أكبر من المدفوعات منها فيظهر لدينا فائض. وفي حالة تطبيق هذا المفهوم على الموظفي والعمال، فطالما انهم في حالة توظيف منتظم فان دخولهم كثيرا ما توزع بالتساوي على مدار الوقت. ولا تظهر المشاكل المالية الا إذا رغبوا في اجراء مدفوعات استثنائية وتكون أكبر من المدخل في نفس الفترة.

1طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، الاردن. 2010. ص21-22.

ويعرف أيضا بأنه: الوظيفة الإدارية في المؤسسة والتي تختص بعمليات الامداد بالأموال والتخطيط لها والحصول عليها من مصادر تمويلية مناسبة وفي أوقات الحاجة اليها لتوفي الاحتياجات المالية اللازمة لأداء النشاط العالي داخل المؤسسة وتحقيق التوازن المالي في المؤسسة وبلوغ الأهداف المسطرة!<sup>1</sup> يقصد به أيضا توفي المبالغ النقدية اللازمة لتطوير مشروع عام او خاص او بعبارة أخرى هو عملية تجميع المبالغ المالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمي او المالكين لهذه المؤسسة وهذا ما يعرف براس المال الاجتماعي. غي ان اعتبار التمويل عل انه الحصول عل الأموال واستخدامها لتطوير وتشغيل المؤسسة يمثل النظرية التقليدية الوظيفية التمويلية وهي نظرة تركز أساسا عل تحديد أفضل مصدر للحصول على الأموال من عدة مصادر متاحة.<sup>2</sup>

ثانيا: أنواع التمويل باختصار:

يمكن تصنيفها حسب العديد من المعايير:<sup>3</sup>

◀ من حيث الملكية:

- التمويل الذاتي: وذلك بعدم توزيع الأرباح او الزيادة في راس مال المساهمي.
- التمويل عن طريق المقرضين: قد يكونوا موردين للمؤسسة او بنوك او مؤسسات مالية.

◀ من حيث النوع:

- التمويل المصرفي: هو الذي تحصل عليه المؤسسة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى.
- التمويل التجاري: هو الذي تحصل عليه المؤسسة من الائتمان التجاري.

◀ من حيث المدة:

- التمويل طويل الاجل: مثل القروض البنكية طويلة الاجل، السندات، وتكون مدته أكثر من 10 سنوات.
- التمويل متوسط الاجل: وهو ذلك التمويل الذي يمتد من الى 10 سنوات.

1ازنانة ريمة، العبد شريفة، مصادر التمويل في المؤسسة والعوامل المؤثرة فيه، مجلة المالية والأسواق، جامعة جيجل، جامعة الجزائر2، العدد2، الجزائر.

2023، ص328.

2معاشي سفيان، محاضرات في إدارة مصادر التمويل، مطبوعة دروس موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، جامعة ابن خلدون، تيارت، الجزائر. 2022-2023، ص15.

3المرجع السابق، ص24-25.

- التمويل قصير الاجل: مدة هذا التمويل اقل من سنة مثل القروض البنكية قصيرة الاجل، الائتمان التجاري...الخ.

#### ◀ من حيث المصدر:

- التمويل الداخلي: يكون مصدره من المؤسسة نفسها او مالكيها مثل: بيع الأصول او تأجيلها او حجز الأرباح ومخصصات الاهتلاكات والمؤونات...الخ.
- التمويل الخارجي: يكون مصدره من خارج المؤسسة وليس له علاقة بمالكيها مثل الاقتراض والتمويل التجاري والسندات...الخ.

#### المطلب الثاني: مفهوم التمويل بالاستدانة

#### أولا: تعريف التمويل بالاستدانة

يمكن تعريفه بأنه:

لجوء المؤسسة الى الأطراف الخارجية من اجل الحصول على التمويل اللازم لتغطية احتياجاتها الاستثمارية، والاستغالية بالاعتماد على سياسة تمويل من خلال الاقتراض سواء من النظام البنكي او من السوق المالي وخاصة في الدول التي تتمتع بسوق مالية نشطة وذات كفاءة عالية وذلك نظرا لان المصادر التمويلية الذاتية في غالب الأحيان غي كافية لتمويل نشاطات المؤسسة.<sup>1</sup>

#### ثانيا: دوافع اللجوء الى الاستدانة<sup>2</sup>:

##### 1-ضعف التمويل الذاتي: وهذا راجع للعديد من الاسباب:

- انخفاض النتائج المحققة من المؤسسة بسبب ضعف المنافسة، ارتفاع التكاليف، انخفاض الإيرادات، أزمات مالية، ظروف خارجية غي متحكم بها...الخ.
- ارتفاع معدلات الضرائب المفروضة من السلطات العمومية.
- رغبة الملاك في الحصول على توزيعات مهمة من الأرباح وعدم قدرة المؤسسة على ضم الاحتياطات والاحتفاظ بأرباح كبيرة.

1. محمد بوشوشة، سياسة الاستدانة في المؤسسة: المفاضلة بين التمويل بالاقتراض البنكي والتمويل السندي، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد4، الجزائر.

2012، ص299-300.

2محمد بوشوشة، تأني السياسات التمويلية على امثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيي، جامعة محمد خيضر-بسكرة-الجزائر. 2015-2016.

- 2-عدم الرغبة في فقدان السيطرة: لا يفضل مساهمون المؤسسة فقدان السيطرة على المؤسسة واللجوء الى السوق المالي لطرح أسهم جديدة مما يترتب عنه دخول مساهمي جدد وهو ما يعني اشتراكهم في التسيي والتصويت في الجمعيات العامة باعتبار ان القوائى تضمن للمساهمي الحق في التصويت في مجلس الإدارة وهو ما يترتب عليه فقدان سيطرة المساهمي القدامى لصالح المساهمي الجدد وبالتالي فان اللجوء الى الاستدانة سيجنبهم ذلك.
- 3-تجنب تكاليف المصدر العام: ان عملية اصدار الأسهم في السوق المالي تعتبر عملية معقدة تستوجب الالتزام بالشروط المفروضة من طرف سلطات السوق المالي وهو ما ينجر عنه طول المدة مما قد يفوت على المؤسسة العديد من الفرص المتاحة على عكس القروض البنكية التي لا تستغرق وقتا طويلا كذلك ننطوي هذه العملية على تكاليف مرتفعة تدفعها المؤسسة بالإضافة الى ان عملية التفاوض بي المؤسسة والمقرض تكون سهلة خاصة إذا كان المقرض طرفا وحيدا.
- 4-استعادة التوازن المالي: ان اختلال التوازن المالي معناه عدم قدرة الأموال الدائمة على تحقيق ذلك الفائض أي انخفاض في الأموال الدائمة حيث يمكن حل هذه المشكلة بالحصول على ديون طويلة الاجل التي ستمكن من تحقيق التوازن المالي للمؤسسة.
- 5-عدم افشاء اسرار المؤسسة: لجوء المؤسسة الى البنك للحصول على قرض سوف يجنبها نشر المعلومات الخاصة بها وذلك نظرا لان تلك المعلومات سوف يطلع عليها فقط البنك المقرض على عكس لجوء المؤسسة الى الادخار العام الذي يفرض عليها نشر المعلومات المالية والاقتصادية المتعلقة بها وهو ما يتيح للمنافسي الحصول على معلومات دقيقة حول نقاط قوة وضعف المؤسسة.
- 6-المرونة في التمويل: تسمح هذه التقنية للمؤسسة بالحصول على أموال دون ان تدفع تكاليف إضافية حيث تسد فقط تكلفة عن الأموال المستعملة كذلك تناسب المؤسسات التي لها احتياجات في راس المال العامل متقلبة.
- 7-التكلفة والمردودية: رغبة المؤسسة في تحقيق أثر للرفع المالي من خلال الاستدانة الذي يمثل العوائد الإضافية التي يستفيد منها أصحاب الأموال الخاصة من خلال اللجوء الى الاستدانة حيث تتحقق أساسا من الميزة الضريبية التي تتمتع بها تكاليف الاستدانة.

### المطلب الثالث: أشكال التمويل بالاستدانة

من أشكال التمويل بالاستدانة نجد:

#### 1- التمويل عن طريق القروض البنكية التقليدية

القروض البنكية التقليدية من أهم المصادر الخارجية للتمويل، خاصة مع ما توفره المؤسسة من وفورات ضريبية نظرًا لكون فوائد القروض من المصروفات التي تُخصم من الإيرادات قبل الضريبة.

كما أن القروض التقليدية (الكلاسيكية) هي من أكثر الاستثمارات جاذبية بالنسبة للبنوك التجارية. ومن بيّ المحددات الرئيسية لعقد القرض بيّ المؤسسة والبنك التجاري ما يلي:

✓ معدل الفائدة التي تدفعه المؤسسة الى البنك والذي يحدد على اساس المعدل المرجعي مضافا إليه علاوة تضم كافة العمولات والأتعاب التي يتحملها البنك في سبيل منح القرض، إضافة إلى تعويض عن مخاطر احتمال عدم استرداد أصل القرض.

ومنه فإن المؤسسات التي تتمتع بملاءة جيدة تستفيد من قروض بنكية بمعدلات منخفضة، والعكس بالنسبة للمؤسسات التي تعاني من نقص الملاءة.

✓ تاريخ الاستحقاق اي كلما ابتعد تاريخ استحقاق القرض زادت المخاطر المرتبطة به وبالتالي يؤدي ذلك الى ارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه البنك.

✓ كيفية تسديد اصل القرض والفوائد.

#### 2- التمويل عن طريق القروض السندية

في حالة كون المبلغ المفروض اقراضه كئيبًا إلى حد ما، فإن المؤسسة سوف تواجه صعوبات كئيبية في الحصول على هذا المبلغ من طرف البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وإن تأتى لها ذلك فسيكون بمعدل فائدة مرتفع نظرًا للمخاطر الكئيبية التي يتحملها المقرض (البنك، المؤسسة المالية)، وذلك بسبب كبر مبلغ القرض.

ومنه تلجأ المؤسسة مباشرة إلى الجمهور عن طريق السوق المالي، فتقوم بتقسيم القرض المزمع الحصول عليه إلى وحدات صغية القيمة (1000 دج مثلاً) وطرحها في السوق المالي للجمهور في شكل صكوك مديونية (سندات) للاكتتاب فيها وتقديم السيولة للمؤسسة.

ويمكن النظر إلى السندات من خلال العناصر التالية:

- **معدل الفائدة (الكوبون):** والذي عادة ما يكون ثابتًا، كما يمكن أن يكون معدل الفائدة متغيرًا أو قابلاً للمراجعة.
- **قيمة اسمية:** وهي ذلك المبلغ الذي تُحسب على أساسه الفوائد.
- **سعر الإصدار:** وهو السعر الذي يُباع به السند في السوق المالي الأولي لأول مرة، ويمكن أن يكون هذا السعر مطابقًا للقيمة الاسمية للسند، كما قد يكون أقل منه وذلك لزيادة جاذبية السند في السوق.
- **علاوة الإصدار:** وهي الفرق بين القيمة الاسمية للسند وسعر الإصدار في حالة عدم تطابقهما.
- **سعر الاكتتاب:** والذي يختلف عن سعر الإصدار.

### 3- قروض التجهيز والاعتماد الإيجاري

وهما نوعان من التمويل يُستعملان بكثرة في تمويل نشاط (استثمارات) المؤسسات، لا سيما في فرنسا.

#### ◀ قرض التجهيز:

وهو عبارة عن قرض يسمح بتمويل التجهيزات التي تفتنيها المؤسسة أثناء فترة امتلاكها للتجهيزات، وهي:

- المعدات والأدوات
- الإعدادات وهيئة المحلات والأراضي - البناءات الخفيفة (المخازن المعدنية)
- الاستثمارات المعنوية (براءات الاختراع) ومصاريف التوظيف والتكوين - حيازة المحلات التجارية

وعموماً، يمول قرض التجهيز جزءاً من التجهيزات تصل نسبته إلى 70%-80%، أما مدة قرض التجهيزات

فلا تتعدى مدة إهلاك الأصل.

وفيما يخص عملية تسديد قرض التجهيز، فتتم عن طريق دفعات ثابتة ربع سنوية أو نصف سنوية، مع استفادة المؤسسة من فترة

سماح (معدل فائدة منخفض).

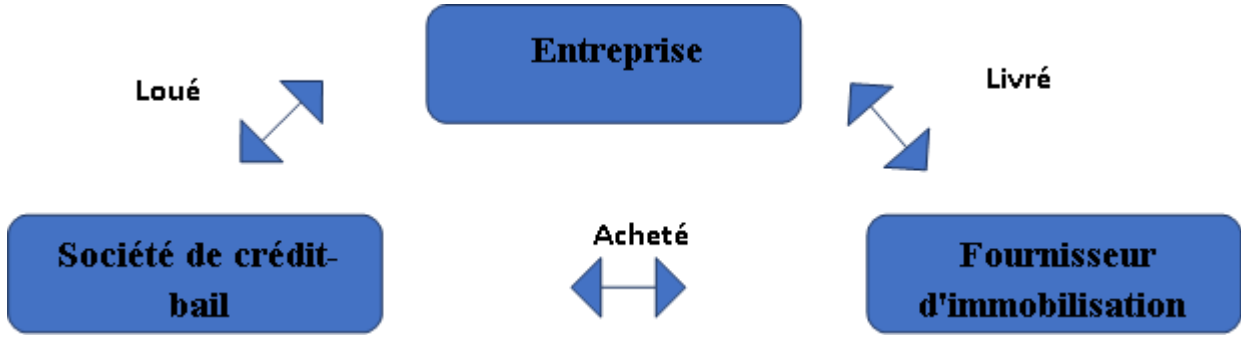
#### ◀ الاعتماد الإيجاري:

وهو عبارة عن تقنية لتمويل الأصول المنقولة (معدات، آلات) وهي المنقولة للمؤسسة عن طريق تدخل ثلاثة

أطراف، هي:

- المؤسسة التي ترغب في الحصول على أصل معي
- المؤسسة المتخصصة في منح القرض الإيجاري (Credit Bail)، حيث تتم العملية وفقاً لرغبة المؤسسة في الحصول على أصل معي، فتقوم المؤسسة المتخصصة في الإقراض بالإيجار بشرائه من مورد العتاد وتأجيره إلى المؤسسة مع خيار الشراء في نهاية العقد، وفقاً للمخطط التالي:

الشكل 1-1: مخطط عملية شراء وتأجير مورد



المصدر : حاروش مدينة، مصدر سبق ذكره وهناك ما

يُعرف بـ البيع وإعادة الاستئجار ((Back Lease))، وهو نوع من أنواع الاستئجار التمويلي، حيث تقوم المؤسسة ببيع أحد أصولها إلى مؤسسة تمويلية متخصصة في التأجير، وفي الوقت ذاته تتعاقد مع هذه المؤسسة لاستئجار الأصل المباع. ومن أهم مميزات البيع وإعادة الاستئجار أن الشركة البائعة تحصل على تدفق نقدي كافي يعادل ثمن الأصل الذي تم بيعه، وفي نفس الوقت تحتفظ باستخدام الأصل لمواصلة نشاطها دون الحاجة إلى استبداله.

## المبحث الثاني: مخاطر المؤسسة والاستدانة

تعتبر المخاطر جزءا لا يتجزأ من أي نشاط اقتصادي حيث تسعى المؤسسات على اختلاف احجامها وقطاعاتها الى تحقيق الأهداف المالية والتجارية في بيئة معقدة ومتغيرة ومن بي الأدوات المالية التي تلجا اليها المؤسسات لتعزيز نموها وتوسعها هي الاستدانة.

### المطلب الأول: مفهوم مخاطر المؤسسة

أولا: تعريف الخطر والمخطر بشكل عام والفرق بينهما: 1-تعريف

#### الخطر:

- لغة: هي كلمة مستوحاة من المصطلح اللاتيني RESCASS اي Risque والذي يدل على الارتفاع في التوازن وحدوث تغيي ما مقارنة مع ما كان منتظرا والانحراف عن المتوقع.
- اصطلاحا: هو ذلك الالتزام الذي يحمل في جوانبه الريبة وعدم التأكد المرفقيّ باحتمال وقوع النفع او الضرر يحث يكون هذا الأخي اما تدهور او خسارة.<sup>1</sup>

### 2-تعريف المخطر:

المعنى اللغوي للمخطر: المخطر في اللغة مشتقة من كلمة (خ ط ر)، وترجع هذه الحروف إلى أصليّ لمعنيّ،

المعنى الأول: القدر والمكانة، والمعنى الثاني: اضطراب الحركة، ويظهر ذلك من خلال المعاني التي وردت فيها، والتي منها :

- ارتفاع القدر والمكانة والشرف والمنزلة، يقال: رجل خطي، أي: له قدر، وأمر خطي، أي رفيع، ومنه قوله صلى الله عليه وسلم في الحديث: (ألا مشمر للجنة؟ فإن الجنة لا خطر لها) أي: لا مثل لها.
- الإشراف على الهلاك، يقال خاطر بنفسه، يخاطر، وخاطر بقومه كذلك إذا أشفاها وأشفى هبا وهم على خطر، أي: على شفا هلك أونيل ملك. وقد جاء في الحديث...الا رجل خرج يخاطر بنفسه وماله" اي: يلقيها في الهلكة بالجهاد.<sup>2</sup>

اصوار يوسف، محاولة تقدير خطر عدم تسديد القرض التنقيطي والتقنية العصبية الاصطناعية بالبنوك الجزائرية ، ، بنك Badr،مذكرة تخرج لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تسيي، جامعة تلمسان،2008، ص22.

2 قندوز عبد الكريم، التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه، جامعة الشلف، 2011/2012، ص3.

المفهوم المالي للمخطر: تعرف المخاطرة من وجهة النظر المالية على أنها " توقع انحراف قد يحدث في المستقبل، بحيث تختلف النتائج المرغوب تحقيقها عما يقع فعلا، أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل نتيجة لقرار يتخذه المستثمر في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي."<sup>1</sup>

الفرق بينهما: غالبا ما يستخدم مصطلح الخطر danger وبالتبادل مع مصطلح المخاطرة Risque، أي يدل أحدهما على الآخر رغم الاختلاف الموجود بينها سواء في اللغة الفرنسية أو اللغة الإنجليزية ولكن أكثر موضوعية وأكثر دقة يجب التفريق بين هذه المصطلحات فالخطر danger le أو peril le هو السبب في الخسارة الحادثة (أي يمثل مصدر المخاطرة). أما المعنى اللغوي للمخاطرة فيعني التعرض للخطر والإشراف على الهلاك بسببه، المخاطرة هي "النتيجة المحتملة الناتجة من الخطر (شدة الخطر وقدرته الكامنة على إحداث الضرر) واحتمالات تكراره."<sup>2</sup>

#### ثانيا : أسباب المخاطر في المؤسسة :

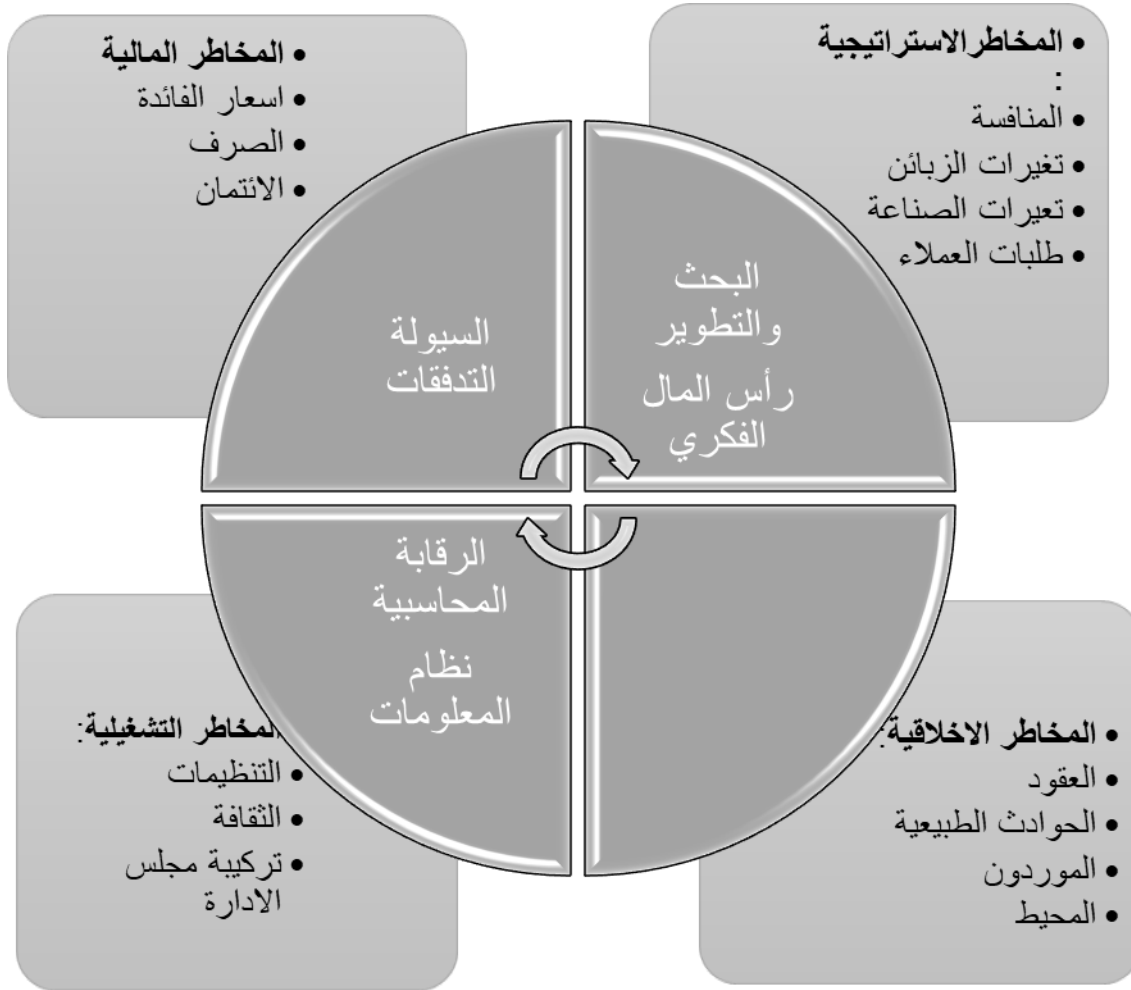
يمكن أن تنتج المخاطر التي تواجه أي مؤسسة وأنشطتها من عوامل خارجية وداخلية. ويخلص الشكل التالي أمثلة لأهم الأخطار الناتجة عن هذه العوامل، كما توضح أن بعض الأخطار قد تنتج من عوامل داخلية وخارجية معا، وبالتالي تظهر متداخلة في الرسم. ويمكن تقسيمها أكثر إلى أنواع من الأخطار مثل إستراتيجية، مالية، تشغيلية، بيئة... الخ<sup>3</sup>

إنجاني محمد العيد، ادارة المخاطر المالية محاضرة مقدمة لطلبة سنة ثالثة ادارة مالية قسم علوم التسيي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيي جامعة الوادي، 2021/2022، ص4.

2عبدلي لطيفة، دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيي، جامعة تلمسان، 2011/2012، ص8.

3د.بلعزوز بن علي، استراتيجيات ادارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، عدد07، جامعة الشلف، 2009/2010، ص332.

## الشكل 1-2 : اسباب المخاطر



المصدر : “ A Risk Management Standard”, Published by AIRMIC, ALARM, and

. P3 ،IRM: 2002

المطلب الثاني: أنواع مخاطر المؤسسة أولاً:

حسب طبيعة أو مصدر الخطر<sup>1</sup>

◀ مخاطر السوق: تتمثل في المخاطر الناتجة عن تأثير السوق بعوامل مختلفة كالمضاربة في الأوراق المالية والتغيرات السياسية والحروب وغيرها مما يؤثر على سلوك المستثمر حيث ينقل هذا السلوك الى التعامل مع السوق مما يجعل الأسعار تتغير ويتأثر السوق بذلك مما يدفع السوق الى حالات الحركة ارتفاعاً او ركود في حجم التداول حيث

<sup>1</sup> تم إنجاز هذا الجزء بالاعتماد على :

- فاطمة بوهالي، إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة عدد من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، العدد الاقتصادي، 3501 جامعة زيان عاشور بالجلفة، ص 416417.

- مجذوب خبة، إدارة المخاطر المالية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون تيارت، 2019\2020، ص73.72.10.09.08.

تكون الأسعار مرتفعة في حالة ارتفاع حجم التداول وتكون منخفضة في حالة الركود في حجم التداول والكساد وخذه المخاطر يتأثر بها المستثمر وتكون عوائده من الاستثمار غي المستقر.

◀ **مخاطر السيولة:**هي المخاطر المرتبطة باحتمال ان تواجه المؤسسة مصاعب في توفى الأموال اللازمة لمقابلة التزاماتها وتظهر هذه المخاطر عندما لا تستطيع المؤسسة تلبية الالتزامات الخاصة بمدفوعاتها في مواعيدها بطريقة فعالة من حيث التكلفة أي انها تتمثل في عجز المؤسسة عن تدبي الأموال اللازمة بتكلفة عادية.

◀ **مخاطر الائتمان:**تمثل في المخاطر المرتبطة بصعوبة او استحالة تحصيل الحقوق نتيجة الوضعية المالية الصعبة للمديتي.

◀ **مخاطر تشغيلية:**وهي المخاطر المرتبطة بالنظم الداخلية او الافراد العاملي بهذه النظم بالمؤسسة.

◀ **مخاطر مالية:** هي المخاطر الناشئة عن متغيرات لا تتوافر لدى المؤسسة عنها ميزة تنافسية معلوماتية ويجب على المنشأة ان تتبع استراتيجيات جيدة لإدارة هذه المخاطر لأجل تغطيتها او تجنبها او السيطرة عليها لان تحمل هذه المخاطر لا يحقق للمؤسسة أي عوائد اقتصادية وهي مخاطر ليس لها علاقة مباشرة بالنشاط الأساسي للمؤسسة ولكنها ترتبط بالسوق الذي تعمل فيه المؤسسة.

◀ **مخاطر قانونية:** وهي المخاطر الناشئة عن الدخول في اتفاقيات تعاقدية مع أطراف أخرى مع عدم التأكد بالوفاء بالالتزامات تجاه هذه الاطراف.

◀ **مخاطر سمعة:** ان التهديد الذي تتعرض له السمعة هو تهديد للمنظمة ككل وهو يتوقف على سلوك المنظمة ككل. ويمتد إلى قابلية المنتجات والخدمات، سلوك المستخدمين والأفراد الآخرين المرتبطي بالعمل.

◀ **مخاطر استراتيجية:** ويتضمن التخطيط والموارد المطلوبة لتأسيس ونمو وتوسع الأعمال.

◀ **مخاطر تكنولوجية:** وتعتبر مخاطرها من أقوى المخاطر التي تواجه المؤسسات نتيجة تأنيها على أغلب الوظائف في المؤسسة، ومن أهم مخاطرها، مخاطر تقادم أساليب الإنتاج والمنتجات وضعف كفاءتها الاقتصادية بالإضافة إلى مخاطر ضعف استخدام وسائل تكنولوجيا المعلومات والذي يمكن ان يسبب ضياع وتسرب المعلومات. كل هذه المخاطر المتنوعة والمتشابكة في بعضها البعض تفرض على المؤسسة ضرورة تبني منهجية واضحة في التعامل مع هذه المخاطر.

## ثانيا: حسب التحكم

### ◀ مخاطر منتظمة (عامة):

تعريفها: وهي المخاطر العامة التي تتعرض لها جميع مؤسسات السوق بصرف النظر عن خصائص المؤسسة من حيث النوع او الحجم او هيكل الملكية...الخ وتنشأ هذه المخاطر عن المنغيات لها صفة عمومية مثل الظروف الاقتصادية او السياسية ولذلك يصعب التخلص من هذه المخاطر بالتنوع ولذا تسمى أيضا المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع او مخاطر السوق.

### ◀ مخاطر غير منتظمة (خاصة):

تعريفها: هي المخاطر الخاصة التي تواجه مؤسسة معينة نتيجة لخصائص وظروف تلك المؤسسة ويمكن تخفيض او تجنب تلك المخاطر بالاعتماد على استراتيجية التنوع ولذلك تسمى أيضا المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنوع او المخاطر الفريدة حيث انها تخص مؤسسة معينة!

### ◀ طريقة حسابهما:<sup>2</sup>

- المدى: "هو أبسط مقياس كمي لقياس التشتت، ويمثل الفرق بين القيمة الكبرى والقيمة الصغرى للتدفقات النقدية المتوقعة(العوائد)، وكلما زاد الفرق بين هاتين القيمتين كلما كان ذلك إشارة إلى زيادة تشتت التوزيع الاحتمالي مما يعني زيادة حجم المخاطر الذي ينطوي عليها المشروع الاستثماري".
- الاحتمالي: يعتبر التوزيع الاحتمالي أداة كمية أكثر تقدما من المدى، حيث يتم بموجب هذه الأداة تتبع سلوك المنفي المالي وتحدي القيم المتوقعة الحدوث في حدود الأحداث الممكنة، ومن ثمة توزيع تحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، وبما يمكن من المقاضلة فيما بينها، وكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعا نحو الطرفين دل ذلك على ارتفاع مستوى المخاطرة
- التباين: ويقصد به مجموع مربع انحرافات عوائد الورقة المالية عن عائدها المتوقع، ويعتبر التباين أحد أفضل المقاييس لحساب المخاطرة، حيث كلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتني ما دل ذلك على عدم تجانسها وتشتتها، ويمكن تحديد الخطر المرتبط باستثمار معي من خلال معرفة التغي في معدلات العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطر فالسهم الذي يكون له انحراف معياري أكبر يكون له مخاطر أكبر، وبحسب بالعلاقة التالية:

1مجدوب خية، مرجع سابق، ص10.

2تجاني محمد العيد، إدارة المخاطر المالية، مرجع سابق ذكره، ص10-07.

$$V^2 = \sum_{i=1}^n P_i(X_i - E(X_i))^2$$

حيث:

$X_i$  : تمثل قيم العائد.  $E(X_i)$  القيمة

المتوقعة للعائد

$P_i$ : احتمال حدوث العوائد المحتملة للسهم  $n$ : عدد

العوائد المحتملة

- الانحراف المعياري: ففي حالة توافر بيانات مستقبلية متوقعة، بمعنى انها غي معروفة بدقة ولكن يستدل عليها انطلاقا من تجربة المؤسسة في الماضي، والتغيرات التي يتوقع حدوثها في المستقبل، في هذه الحالة نستطيع حساب المخاطرة بالعلاقة التالية:

$$\sigma = \sqrt{V^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i(X_i - E(X_i))^2}$$

حيث:

- $\sigma$ : تمثل الانحراف المعياري، وتعبّر عن قيمة المخاطرة: .
- $P_i$ : احتمال الحدوث.
- $X_i$ : العوائد المحتملة للسهم.
- $E(X)$ : متوسط القيمة المتوقعة للعوائد.
- $n$ : عدد العوائد المحتملة.

أما في حالة تحديد سلسلة العوائد التاريخية فإن المخاطرة تحسب بالعلاقة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - R)^2}$$

حيث:

$\sigma$ : تمثل الانحراف المعياري المعبر عن المخاطرة.  $R$ : تمثل العائد

خلال فترة زمنية معينة.

$R$ : متوسط العائد.

ii. عدد الفترات التي تتوفر فيها بيانات عن العائد

• **معامل الاختلاف:** هو مقياس نسبي (أو معياري) لدرجة التشتت، حيث يربط بين الخطر (مقاساً بالانحراف المعياري) وبين العائد (مقاساً بالقيمة بالمتوقعة)، ولذلك يصبح معامل الاختلاف أكثر دقة وتفضيلاً عن الانحراف المعياري المقارنة بين عدة أصول مستقلة ومختلفة فيما بينها من حيث العائد والخطر، إن معامل الاختلاف يعبر عن درجة الخطر لكل وحدة من العائد، وكلم ارتفعت قيمته دل ذلك على ارتفاع مستوى الخطر

• **معامل "BETA"** وهو مقياس مبتكر لقياس مخاطر السهم، حيث يقيس مدى حساسية عائد السهم 32 للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق

وبموجب هذا المقياس يتم تحديد ما إذا كانت هذه الأسهم ذات طبيعة هجومية أو دفاعية، وذلك على النحو

الآتي:

- $1 < \beta$ : تكون الأسهم ذات طبيعة هجومية.  $\beta > 1$
- $\beta < 1$ : تكون الأسهم ذات طبيعة دفاعية.

### المطلب الثالث: مخاطر الاستدانة

يمكن تقسيم المخاطر التي تتعرض لها القروض إلى:

#### 1- خطر عدم التسديد:

يعتبر هذا الخطر الأكثر ضرراً، لأنه يعبر عن عجز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن الوفاء بالالتزاماتها في الوقت المحدد، أي عجز نهائي كلي أو جزئي.

وفي هذه الحالة، لا يجد البنك الأموال التي أودعت لديه من طرف تلك المؤسسات (الزبائن)، وبالتالي يصبح هو أيضاً مديناً. لذلك، يجب على البنك عند اتخاذ قرار منح الائتمان أن يحاول إيجاد الإجابة عن سؤال يشغله بصفة دائمة، والمتمثل في: هل سيتم تسديد الائتمان؟ وإذا كان كذلك، فهل سيكون في الآجال المتفق عليها؟ لأن هذا الخطر قد يكون نتيجة المعرفة السطحية بالمؤسسة أو سوء تقدير السوق، ويعود ذلك لأسباب كثية متعلقة بالمؤسسة المقترضة أو محيطها، ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- خطر متعلق بإنشاء وتسيي المؤسسة. - خطر مالي.

#### 2- الخطر التجاري:

يمكن حصر وتقدير الخطر التجاري في العناصر التالية:

#### ◀ دراسة السوق:

يعتبر هذا العنصر معيارًا لقياس سمعة المؤسسات، لذا يجب على البنك معرفة نوع السوق التي تعمل وتتحرك فيه المؤسسة (الاحتكار، المنافسة، القدرة).

#### ◀ دراسة الزبائن:

وذلك من خلال:

- القدرة على الوفاء بالديون.
- مشاكل التسيي وتواجد زبائن المؤسسة في وقت واحد، أو مقترضي في عدة مناطق (مشاكل تحصيل الحقوق).

#### ◀ التنظيم التجاري للمؤسسة:

- ويحتل مكانة هامة، حيث يتم فيه دراسة:
- نظام شبكات التوزيع ووضع برامج المبيعات.
- مدى مرونة وقابلية المؤسسة (الزبون) على التأقلم مع الأوضاع البيئية التي تنعكس على المؤسسة.

#### ◀ مديرية التجارة في السوق:

يولي البنك أهمية كبرى لهذه المديرية، حيث إنه عند قيامه بدراسة الزبائن والسوق، يضع نظامًا تجاريًا يمكن من خلاله دراسة الخطر التجاري بالتركيز على الوظيفة التجارية.

#### ◀ العلاقة بين الإنتاج والمبيعات: ولدينا حالتان:

إذا كان الإنتاج أكبر من المبيعات: يدرك البنك أن المؤسسة ستواجه صعوبات في تسديد ديونها للموردين، كما ستواجه مشاكل في تسيي الخزينة، بالإضافة إلى تحملها تكاليف تخزين مرتفعة بسبب تراكم المنتجات. إذا كان الإنتاج أصغر من المبيعات: ندرك أن المؤسسة تفقد جزءًا من مبيعاتها السنوية، وبالتالي تفقد جزءًا من الربح.

#### 3- الخطر المالي:

يكون على مستوي:

#### ◀ على مستوى الإنتاج:

- لكي تنتج المؤسسة، يجب أن تصنع بواسطة مجموعة من وسائل الإنتاج، والتي تنقسم إلى:
- وسائل خارجية: وتشمل الاستهلاكات الوسيطة وكل ما تحصل عليه المؤسسة من الخارج. - وسائل داخلية: تتضمن هذه الوسائل القيمة المضافة، وهي كل ما تنتجه المؤسسة بنفسها.

#### ◀ على مستوى الوسائل المالية:

إن وسائل الإنتاج الموجودة لدى المؤسسة تكلفها نفقات كبيرة لشرائها، تشمل مصاريف مختلفة وتجهيزات، ولذلك يجب تغطية هذه الألية بالتمويل، والذي يكون داخليًا أو خارجيًا.

التمويل الداخلي: يكون بواسطة الاحتياطات أو حصص المساهمي في المؤسسة.

التمويل الخارجي: يكون بواسطة القروض السندية، القروض البنكية، والاستئجار التمويلي. 4- أخطار أخرى:

#### ◀ خطر سعر الصرف:

يؤدي منح القروض بالعملة الصعبة إلى تحمل البنك خطر الصرف الناتج عن تقي أسعار العملات الأجنبية. فعند منح البنك القرض بالعملة الأجنبية وارتفاع سعر الصرف مقارنة بالعملة الوطنية، يمثل ذلك ربحًا للبنك، أما إذا انخفضت أسعار الصرف، فهذا يؤدي إلى خسارة يتحملها البنك.

#### ◀ خطر السيولة:

يتحقق خطر السيولة عندما لا يستطيع البنك الوفاء بالتزاماته تجاه الزبائن، ويحدث هذا الخطر في الحالي

التالي:

- سحب كبي للودائع من طرف المودعي.
- تذبذب صورة البنك وعدم وضع الثقة فيه من طرف مجمل منسطي الساحة البنكية والمالية!<sup>1</sup>

<sup>1</sup>حاروش مدينة، مرجع سابق، ص 4947.

### المبحث الثالث: الدراسات السابقة

تمهيد:

في هذا المبحث، بذلنا مجهودا لتوسيع الفهم حول الموضوع من خلال ادراج مجموعة من الدراسات السابقة، سواء باللغة العربية او الاجنبية، التي تناولت موضوعنا تأني التمويل بالاستدانة على مخاطر المؤسسة.

#### المطلب الأول: بعض الدراسات السابقة باللغة العربية

سيتم في هذا المطلب عرض بعض الدراسات السابقة التي شملت موضوعنا:

الدراسة الاولى : ا.د. بلخير بكاري، ا. عبد الرحمان دغوم، بعنوان: دراسة اثر الرفع المالي على المردودية المالية.

تم اخذ عينة مكونة من خمس شركات خلال الفترة الممتدة من 2009 الى غاية 2014 وتم استخدام

أسلوب البيانات الطولية Panel data لدراسة العلاقة بيّ الرفع المالي كمتغي مستقل مقاسا بالديون المالية ال

الأموال الخاصة والمردودية المالية كمتغي تابع رئيسي بالإضافة الى متغيرات تابعة فرعية أخرى تتمثل في مركبات

المردودية المالية وذلك بالاعتماد على البرنامج الاحصائي Eviews7. وكان من اهم النتائج التي توصلت اليها

الدراسة: وجود علاقة تأني عكسية ذات دلالة إحصائية للرفع المالي على كل من المردودية المالية ومركباتها المتمثلة في نسبة الربحية الاجمالية ومعدل

دوران الأصول والنسبة الهيكلية ومن ثم يتوجب التقليل من حجم الديون المالية لارتفاع اعبائها المالية التي بدورها تؤثر سلبا على المردودية المالية.

## الدراسة الثانية: اخلاص خلفاوي، بعنوان: أثر الهيكل المالي على المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية.

دراسة تحليلية قياسية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، في ضوء تعقيدات وتطورات بيئة الاعمال الحالية تتعرض المؤسسات

الاقتصادية لمجموعة متنوعة من المخاطر، بما في ذلك المخاطر غير النظامية المتمثلة أساس في المخاطر المالية، مخاطر الإفلاس والمخاطر

التشغيلية. هذه المخاطر تشكل جزءا أساسيا من النشاط اليومي للمؤسسة نظرا لارتباطها الوثيق بينتها وهيكلها المالي.

هدفت الدراسة الى توضيح الأسس النظرية لكل من الهيكل المالي والمخاطر غير النظامية، كما هدفت الى تحليل وقياس أثر الهيكل

المالي على المخاطر غير النظامية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة (2014-2021)، تم اختيار هذه المؤسسات بناء

على تنوعها في مختلف القطاعات الاقتصادية، حيث تستمد الدراسة أهميتها من خلال توضيح الروابط بين التركيبة المالية لهذه المؤسسات

وتحديات المخاطر غير المتوقعة التي قد تواجهها. ومن اجل تحقيق هدف الدراسة تم استعمال بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data بواسطة

تطبيق ثلاث نماذج، وهي: نموذج الانحدار التجميعي، الاثار الثابتة ونموذج الاثار العشوائية.

توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية، حيث خلصت الدراسة في جانبها النظري الى ان الهيكل المالي يؤثر على

المخاطر غير النظامية في المؤسسة الاقتصادية بناء على مصادر التمويل المستخدمة، مما يستدعي اتخاذ قرارات مدروسة لتشكيل الهيكل المالي

لتقليل تلك المخاطر وضمان استمرارية الاعمال. كما افرزت الدراسة في جانبها التطبيقي عن

جملة من النتائج اهمها: وجود علاقة عكسية بين كل المتغيرات المفسرة للهيكل المالي والمخاطر المالية من منظور سيولة، فضلا عن وجود علاقة

طردية بين المتغيرات المختلفة المعبرة عن الهيكل المالية والمخاطر المالية المقاسة بنسبت المدفوعة المالية، وكذلك وجود علاقات مختلفة ايجابية وسلبية بين

متغيرات الهيكل المالي ومخاطر الإفلاس والمخاطر التشغيلية للمؤسسات المدروسة.

الدراسة الثالثة: ميرفت السمان، يونس التوي، بعنوان: تأثير الرفع المالي على معدلات الربحية للشركات العمانية المقيدة ببورصة مسقط.

يعتبر الرفع المالي احد اهم الحلول التمويلية التي يتبعها المدير المالي لتحقيق معدلات ربحية وزيادة الثروة وزيادة ربحية الاسهم، لذلك تهتم هذه الدراسة بابرار اثر الرفع المالي على معدلات الربحية للشركات بالتطبيق على المنشآت الصناعية . وتوصلت الدراسة ان هناك تائي سالب ومعنوي للرفع المالي على كل من : معدل العائد على الاصول، ربحية السهم، معدل تغطية الفوائد. واوصلت الدراسة ان يكون متخذو القرار من ذوي الكفاءة في الادارة المالية، والتركيز على زبلدة مصادر التمويل الداخلية للشركات الصناعية العمانية، كما ينبغي الاهتمام باختيار الاستثمارات التي من شأنها تحقق عوائد جيدة.

الدراسة الرابعة: د.سلمى علي الدين، بعنوان: 2: اثر الرفع على العائد والمخاطر الكلية للشركات الصناعية

يهدف البحث الى قياس اثر الرفع على العائد والمخاطر الكلية للشركات الصناعية التابعة للهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة وعددها 1057 شركة تتضمن 9 قطاعات صناعية مختلفة في الفترة من عام 2011 وحتى عام 2016، وتم استخدام نموذج البيانات المقطعية Data Panel ذات التائيات الثابتة بطريقة المربعات الصغرى وفقا للقطاع والزمن، لقياس التائي المعنوي للرفع المالي والتشغيلي والمزيج الرفي على العائد والمخاطر الكلية للشركات الصناعية، بالاضافة الى قياس تائي المتغيرات الحاكمة المتعلقة بكل من : الحجم، النمو، السيولة على المخاطر الكلية للشركات الصناعية، وتوصل البحث الى وجود اثر موجب ومعنوي الى درجة الرفع التشغيلي ودرجة الرفع المالي على العائد على حق الملكية والمخاطر الكلية للشركات الصناعية، بينما اظهر البحث وجود اثر سالب ومعنوي لدرجة الرفع المالي والمزيج الرفي في الاجل الطويل على العائد على الاصول للشركات الصناعية بنموذج التائيات الثابتة وفقا للقطاع والزمن، واوضح البحث وجود اثر موجب ومعنوي للنمو على المخاطر الكلية ووجود اثر سالب ومعنوي للحجم على المخاطر الكلية، وعدم وجود أثر للسيولة على المخاطر الكلية، وأوصى البحث بالتركيز على زيادة الرفع التشغيلي والحد من الرفع المالي على مستوى الشركات الصناعية.

1.ميرفت السمان، يونس التوي، تائي الرفع المالي على معدلات الربحية للشركات العمانية المقيدة ببورصة قطر، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، المجلد 38، العدد الثالث، 2024.  
2.د.سلمى علي الدين اثر الرفع على العائد والمخاطر الكلية للشركات الصناعية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، 2019.

### الدراسة الخامسة: فريال وريدة فتني ، بعنوان: أثر المخاطر المالية على الاداء المالي للمؤسسة.

يهدف هذا البحث الى دراسة مدى تأثي ادارة المخاطر على المردودية المالية في شركات التأمي الجزائرية، وذلك من خلال دراسة مدى تأثي هذه المخاطر التامينية على المردودية المالية لهذه الشركات، من خلال ربطها بالنسب المالية لمعرفة مدى قدرة هذه الاخية على التنبؤ بوجود مخاطر، وهل لها تأثي على المردودية المالية من اجل

ادارتها وتغطيتها، ولمعالجة اشكالية الموضوع واختبار فرضياته استخدمت الطالبة نموذج البيانات المقطعية Panel

Data على عينة مكونة من 5 شركات تأمي وفرت لها 24عينة مشاهدة ، وتوصلت الى ان كل من نسبة حجم

الاحطار وخطر الائتتاب وخطر السيولة لهم تأثي على المردودية المالية، لذلك يتطلب الامر وجود ادارة للمخاطر

بحيث يظهر تأثي هذه الاخية على تسبي وتغطية المخاطر التي تتعرض لها المحافظ التأمينية ،وذلك من اجل تعظيم ارباحها و مردوديتها.

### الدراسة السادسة: بوزيد عصام واخرون ،بعنوان:2: اثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية

تم تحديد منغيات الدراسة التي تفسر اثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة وذلك من خلال تتبع لداء المالي للمؤسسة الاقتصادية عبر

نسب الاداء المالي(معدل العائد على الاصول) واعتمادها كمنغيات تابعة حيث قاموا باتخاذ نسب الرافعة(اجمالي الديون الى اجمال الاصول،

اجمالي الديون طويلة الاجل الى اجمالي الاصول، اجمالي الديون الى اجمالي الاموال الخاصة وديون طويلة الاجل الى الاموال الخاصة) كمنغيات

مستقلة حيث طبقت الدراسة على عينة مكونة من 49مشاهدة ل7مؤسسات في الاقتصاد الجزائري ،عامة وخاصة. وتم الحصول على البيانات

المالية للعينة من القوائم المالية للفترة الممتدة 2011\_2017. واستخدام برنامج معالج الجداول Excel والبرامج

الاحصائية والقياسية SPSS وEviews من اجل اختبار مدى تأثي المنغيات المستقلة(نسب الرافعة) على المنغي

التابع (نسبة الاداء المالي). وقد توصلت الدراسة عند استخدام الادوات القياسية بتقدير النموذج الثابت الامثل لمعدل العائد على الاصول الى

وجود علاقة ذات تأثي سلمي ودلالة احصائية بي نسبة الاستدانة(اجمالي الديون الى اجمالي الاصول) ومعدل العائد على الاصول.

### المطلب الثاني: بعض الدراسات السابقة باللغة الاجنبية

1فريال وريدة فتني، اثر المخاطر المالية على الاداء المالي للمؤسسة \_دراسة قياسية وتحليلية لعينة من شركات التأمي الجزائري للفترة 2009\_2013، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات

شهادة ماستر اكايمي، شعبة علوم مالية محاسبية، تخصص مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مبراح، ورقلة، 2014\_2015.

2بوزيد عصام واخرون، اثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، المجلد6 العدد2، 2021.

سيتم في هذا المطلب عرض الدراسات السابقة باللغة الأجنبية:

## **الدراسة الاولى: Mark Jenkins & Greg Nini، بعنوان: The Risks and Returns of Corporate Loans**

### **Corporate Loans**

ندرس مخاطر وعوائد قروض الشركات المجموعة التي أصبحت فئة أصول تدار بنشاط نتيجة لظهور المستثمرين المؤسسيّ في المصرفيّ. ونظهر ان عوائد قروض الشركات تتسم بمدّة فائدة سلبية طفيفة وتعرض متفاوتة زمنيا لمخاطر التخلف عن السداد. ونقدر نموذجا لتبديل النظام ونظهر ان صدمات مخاطر التخلف عن السداد لها تأثير كبير على عوائد القروض عندما تكون الرافعة المالية عالية وتأثير اقل بكثير على عوائد القروض عندما تكون الرافعة المالية منخفضة بما يتوافق مع النماذج القياسية لتسعي مخاطر الائتمان ونتيجة لذلك يزداد التعرض المنهجي للمخاطر لقروض الشركات بعد الصدمات السلبية للعوائد وينخفض بعد الصدمات الإيجابية ولهذا النتيجة اثار على قرارات تخصيص المحفظة واسناد الأداء وهيكلة راس مال المستثمر وجميع قرارات الاستثمار الأخرى التي تعتمد على مخاطر فئة الأصول.

## **الدراسة الثانية: José Almeida Brito & Kose John، بعنوان: Leverag and Growth Opportunities: Risk-Avoidance Induced by Risky Debt**

### **Growth Opportunities: Risk-Avoidance Induced by Risky Debt**

تظهر هذه الورقة البحثية ان فرص النمو في السائلة تؤثر بشكل حاسم على تكاليف الوكالة للديون الخطرة فاذا كانت قيمة فرص النمو هذه مرتفعة بما يكفي فإنها تحول حوافز تحويل المخاطر الى حوافز لتجنب المخاطر مما ينشئ تكلفة وكالة جديدة للديون كما يمكنها القضاء على مشكلة نقص الاستثمار لمايرز.

من المقبول على نطاق واسع في تمويل الشركات ان الديون المحفوفة بالمخاطر تحفز حامل الاسهم المتبقي على تحويل المخاطر يوضح هذا البحث ان هذه النتيجة تخضع لمؤهلات مهمة: الديون المحفوفة بالمخاطر لا تخلق بالضرورة حوافز لتحويل المخاطر. بالنسبة لمجموعة فرعية ذات صلة من الشركات فإنها تخلق بدلا من ذلك التأثير المعاكس: انها تحفز سلوك تجنب المخاطر مع الديون المحفوفة بالمخاطر القائمة قد يفضل مساهمو الشركة ذات فرص النمو في السائلة بشكل مثالي المشاريع الأكثر امانا والاقبل قيمة على المشاريع الأكثر خطورة ذات القيم الحالية الصافية الأعلى يظهر هؤلاء المساهمون سلوك تجنب المخاطر للحفاظ على السيطرة على الشركة وتخصيص الإجراءات الاقتصادية

1Mark Jenkins & Greg Nini ، The Risks and Returns of Corporate Loans، seminar at Drexel (Le Bow) University ، 2014 .

2José Almeida Brito&Kose John، Leverag and Growth Opportunities، Risk-Avoidance Induced by Risky Debt .

المستقبلية للشركة يصمم البحث خيارات الشركة للمخاطر في اطار يوضح الأمثلة اللاحقة لكل من سلوك تجنب المخاطر وتحويل المخاطر. ان وجود فرص نمو غي سائلة يمتد استحقاق عقد الأسهم الى ما بعد استحقاق عقد الدين مع مراعاة طبيعة الشركة كشركة مستمرة بشكل صريح. تشكل هذه الورقة مساهمة في إيجاد منظور متعدد الفترات في التمويل المؤسسي مع الحفاظ على التوفيق والانفاق في اعدادات الفترة المحدودة.

### الدراسة الثالثة: Hakan Saritas بعنوان<sup>1</sup> : The Impact of Financial Leverage on :

#### Return and Risk

يشار الى الديون بالتمويل والأسهم الممتازة لزيادة العائد المحتمل على حقوق المساهميين العادية المتبقية باسم الرافعة المالية. يعد عائد حقوق المساهميين ROE للشركة محددا رئيسيا لمعدل نمو أرباحها ويتأثر عائد حقوق المساهميين بشكل كمي بدرجة الرافعة المالية للشركة الا إذا تجاوز عائد أصول الشركة ROA سعر الفائدة على الدين على الرغم من ان الرافعة المالية تزيد من معدل العائد على حقوق المساهميين العادية الا انه كلما زادت نسبة نسب الدين في هيكل راس المال زادت المخاطر التي يتحملها المساهمون العاديون. يؤدي ادخال الرافعة المالية ال زيادة متوسط ربحية الشركة بالإضافة الى زيادة مخاطرها في السنوات الاقتصادية الجيدة من المرجح ان يكون تأثير الرافعة المالية إيجابيا ومع ذلك قد يكون تأثير الرافعة المالية سلبيا في السنوات السيئة نسبيا. تقليديا تعاملت الدراسات مع الديون قصيرة الاجل والديون طويلة الاجل كبدايل مثالية لبعضها البعض مع ذلك هناك تقاسم للمخاطر بين حاملي الديون طويلة الاجل مما يجعل تمويل الديون قصيرة الاجل أكثر خطورة على المساهميين من تمويل الديون طويلة الاجل ويعزى التأثير الكبي المرتبط بإجمالي استخدام الديون الى حد كبي الى تمويل الديون قصيرة الاجل حيث ثبت ان تأثير تمويل الديون قصيرة الاجل على العوائد المتوقعة أكبر من تأثير تمويل الديون طويلة الاجل.

### الدراسة الرابعة: AdeKurniawan Sofyan, Mahroji ، بعنوان<sup>2</sup>: Pengaruh Likuiditas,

#### Leverage Profitabilitas Terhadap Financial Distress

الهدف الرئيسي من هذا البحث هو تحديد تأثير السيولة والرافعة المالية والربحية على الضائقة المالية، اجري هذا البحث على شركات العقارات خلال الفترة 2021-2023. تم اختيار 73 شركة كعينات لجمع البيانات لهذا البحث، تم تحليل العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة باستخدام الانحدار اللوجستي، تظهر نتائج التحليل ان السيولة والربحية لهما تأثير كبي على الضائقة المالية في اتجاه سلبى بينما للرافعة المالية تأثير كبي على الضائقة المالية في اتجاه إيجابي يؤمل ان تتمكن الأبحاث المستقبلية من توسيع نطاق موضوع البحث ومقارنة تقنيات القياس المختلفة

لتقديم صورة أكثر شمولاً. يُؤمل ان تكون نتائج هذا البحث مفيدة لأصحاب المصلحة وخاصة الدائري والمستثمرين في اتخاذ القرارات المتعلقة بالتمويل والاستثمار.

### الدراسة الخامسة: Vijitha Gunaratha، بعنوان<sup>1</sup>: How does Financial Leverage Affect

#### Financial Risk? An Empirical Study in Lanka

تبحث هذه الدراسة إلى كيفية تأني الرافعة المالية على المخاطرة المالية استنادا إلى البيانات التي جمعت على مدى عشر سنوات من عام 2006 إلى عام 2015، بشأن 15 شركة في قطاعات الفنادق والسفر، والصناعات الكيماوية والصيدلانية والمدرجة في بورصة كولومبو كشفت النتائج أن الرافعة المالية ترتبط ارتباطا إيجابيا بالمخاطر المالية ومع ذلك يؤثر حجم الشركة سلبا على المخاطر المالية، والأهم من ذلك ان شركات الفنادق و السفر لديها مخاطر مالية أعلى مقارنة لشركات الكيماويات والأدوية وبالتالي يمكن اعتبار الرافعة المالية وحجم الشركة محددتين للمخاطر المالية، نشي النتائج إلى أن الشركات التي لديها مخاطر مالية أعلى يمكنها تجنب مخاطرها عن طريق تعيي هيكل راس المال عندما تكون ظروف السوق ملائمة ومع ذلك فإن الشركات تكون أقل قدرة على القيام بذلك أثناء فترة انحدار الصناعة.

### الدراسة السادسة: Shehidul Hoque and all بعنوان<sup>2</sup>: LEVERAGE, RISK, AND

#### PROFITABILITY: EMPIRICAL EVIDENCE FROM SELECTED MANUFACTURING SECTORS OF BANGLADESH

بحيث اهتم الباحثون بمعرفة العلاقة بين الرافعة المالية والمخاطر الريجة وتضمنت هذه الدراسة أيضا في البحث على العلاقة النظرية بين المتغيرات وتحدد العوامل التي لها أكبر تأني على هذه الجوانب الثلاثة وتتضمن الدراسة بيانات من 24 شركة تصنيع مدرجة في بورصة دكا للأوراق المالية DSE لخمس صناعات تصنيعية لفترة 2007\_2014 تم تطبيق انحدار المربعات الصغرى على ثلاث معادلات مستمدة للنموذج النظرية، نشي النتائج إلى أن الشركات ذات الربحية المنخفضة تكون أكثر خطورة كما يراها المستثمرون بسبب الاختلافات الكبية في توليد الأرباح وتستخدم الرافعة المالية أعلى من المبلغ الذي يمكنها الاحتفاظ به بخلاف ذلك وتشهد انخفاضا في الأرباح بسبب الهامشية لرأس المال المتزايدة التي يفرضها المستثمرون بسبب زيادة المخاطر المتصورة والقسط لتبرير تناول الرومي

1 Vijitha Gunarathna ،How does Financial Leverage Affect Financial Risk? An Empirical Study in Lanka، Amity Jornal Of Finance1(1)(57\_66)،2016.

2 Shehidul Hoque and all ،LEVERAGE, RISK, AND PROFITABILITY، EMPIRICAL EVIDENCE FROM SELECTED MANUFACTURING SECTORS OF BANGLADESH، Mangement Development ،vol30No1 ،2017 .

تستخدم الشركات عالية النمو المزيد من الدين وتولد المزيد من الأرباح، وعادة ماتكون أكثر خطورة. الشركات الأكبر لديها مبلغ أكبر من الدين مع ارباح أقل. الشركات ذات راس المال المكثف للغاية تحتفظ برافعة مالية أقل مع ربحية أعلى ومخاطر أعلى. الشركات ذات التكلفة الثابتة الأعلى في هيكل تكلفتها تحتفظ برافعة مالية أكبر وتنتج ربح أقل ولكنها عادة ما تكون غي مستقرة، الشركات القديمة لديها رافعة مالية أقل بينما الشركات الحديثة لديها رافعة مالية أعلى.

## الدراسة السابعة:1 JACKLINE ADONGO، بعنوان THE EFFECT OF FINANCIAL LEVERAGE ON PROFITABILITY AND RISK OF FIRMS LISTED AT THE NAIROBI SECURITIES EXCHANGE

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر الرافعة المالية على ربحية ومخاطر الشركات المدرجة في بورصة نيوي للأوراق المالية NSE خلال الفترة من 1 يناير 2007 إلى 31 ديسمبر 2011. واعتمدت الدراسة تصميمًا عشوائيًا. تألف مجتمع الدراسة من ثمان وخمسين شركة، اختيبت منها ثلاثون شركة. استُبعدت خمس عشرة شركة مدرجة ضم ن قطاع ي البنوك والتأمين، نظرًا لخصوعها للتنظيم، وإلزامها بنسب سيولة و/أو رافعة مالية محددة. تم تعليق تداول ست شركات. أُدرجت ثلاث شركات حديثًا، وبالتالي لم تُدرج بشكل مستمر خلال فترة الدراسة. وظلت المعلومات المطلوبة لحساب المتغيرات مفقودة لدى أربع شركات لسنوات.

تم استخدام البيانات الثانوية، وُجمعت البيانات من الشركات الثلاثي التي شملتها العينة. وتضمنت بيانات المصدر قاعدة بيانات بورصة الأوراق المالية الوطنية NSE، وهيئة أسواق رأس المال CMA، والقوائم المالية السنوية المدققة للشركات التي شملتها العينة. وتم تحليل البيانات باستخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS، الإصدار 17. واستخدم نموذج السلاسل الزمنية المقطعية الثابتة، مع تحليل الانحدار والارتباط، لتحديد طبيعة العلاقة وقوتها في المتغيرات المستقلة والتابعة.

بناءً على تحليل الانحدار والارتباط، أشارت نتائج النموذج الأول إلى أن 2.14% من التباين في الربحية يُفسَّر بالرافعة المالية، مع وجود علاقة سلبية. هذا يعني أنه مقابل كل زيادة بنسبة 1% في الرافعة المالية، يُصاحب ذلك انخفاض في الربحية بنسبة 2.14%، والعكس صحيح. أظهرت النتيجة الثانية أن التباين في المخاطر بنسبة 5.23% يُفسَّر بالرافعة المالية، وأن هناك علاقة إيجابية. أي أنه كلما زادت الرافعة المالية بنسبة 1%، زادت المخاطر بنسبة 5.23%. أشارت النتيجة الثالثة إلى تباين في العوائد المعدلة بالمخاطر بنسبة 3%، والتي تُفسَّر بالرافعة المالية، وأن

1 JACKLINE ADONGO، THE EFFECT OF FINANCIAL LEVERAGE ON PROFITABILITY AND RISK OF FIRMS LISTED AT THE NAIROBI SECURITIES EXCHANGE، University of NAIROBI، 2012.

هناك علاقة سلبية. فكلما زادت المخاطر المالية بنسبة 1%، انخفضت العوائد المعدلة بالمخاطر بنسبة 3%، والعكس صحيح. وهذا يشي إلى وجود علاقة ضئيلة بين العوائد المعدلة بالمخاطر والرافعة المالية.

### المطلب الثالث: محل الدراسة الحالية من لدراسات السابقة

من خلال تحليلنا للدراسات السابقة نجد ما يلي:

- يتبي أن الدراسات التي تناولت هذا الموضوع تشمل مجموعة متنوعة من الدول في هذا السياق، تعتبر دراستنا من الأبحاث الحديثة في العالم العربي، وبالتحديد في الجزائر، حيث قمنا بدراسة العلاقة بين التمويل والاستدانة، وهو ما يختلف عن البحوث الأخرى التي حددت نسبا معينة بشكل مسبق.
- في دراستنا اخترنا بورصة قطر التي تعتبر واحدة من أهم البورصات في الشرق الأوسط، حيث تأتي في المرتبة الثانية بعد بورصة السعودية على مستوى العالم العربي.
- تهدف العديد من الدراسات إلى تحديد العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة، سواء بشكل إيجابي أو سلبي، من خلال تطوير نماذج تساهم في فهم هذه الظاهرة وكشفها.
- تعتبر دراستنا إضافة مهمة إلى الأبحاث السابقة، حيث تهدف إلى اختبار الفرضيات المطروحة من خلال التركيز على تأثير التمويل على سياسة الاستدانة، وقد اعتمدنا في ذلك على تحليل بعض النسب المالية ودراسة كيفية تأثيرها على تمويل المؤسسة من خلال الاستدانة.

### خلاصة الفصل:

يتناول هذا الفصل الأسس النظرية للتمويل بالاستدانة، حيث تم تحديد المفاهيم الأساسية المتعلقة بالاستدانة كأداة تمويل، ومدى تأثيرها على السياسات المالية للمؤسسات. تم استعراض أنواع الاستدانة وأهميتها في تعزيز القدرة التمويلية للمؤسسات، بالإضافة إلى الفوائد والمخاطر المرتبطة بها.

## **الفصل الثاني : الدراسة التطبيقية لتأثير التمويل بالاستدانة على مخاطر المؤسسة**

**المبحث الأول: الطريقة وأدوات الدراسة المبحث**

**الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها**

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 الاقتصادية المدرجة ببورصة قطر ان بحثنا المتعلق بموضوع تأني التمويل بالاستدانة على مخاطر المؤسسة، يتطلب الإطار المنهجي للدراسة التطبيقية طالما ان هذا الإطار يعتبر أساس تنظيم المعلومات من اجل البحث على الحقائق والوصول الى نتائج من خلال مسبق قسمنا الفصل الثاني الى مبحثي كما يلي:

- المبحث الأول: الطريقة وأدوات الدراسة
- المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها

## المبحث الأول: الطريقة وأدوات الدراسة

يتناول هذا المبحث وصف مجتمع الدراسة وعينتها وكذلك أداة الدراسة المستخدمة وطرق اعدادها كما وصف لبعض الإجراءات التي تمت في اختيار أدوات الدراسة وتطبيقاته، والتعريف بالمتغيرات المعتمدة.

### المطلب الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة:

سنترك في هذا المطلب الى التعريف ببورصة قطر والخطوات المتبعة من اجل الحصول على عينة الدراسة.

### الفرع الأول: مجتمع الدراسة: أولاً: نبذة عن

#### بورصة قطر:

تأسست بورصة قطر (QSE) في عام 1995 تحت اسم سوق الدوحة للأوراق المالية بغرض تنظيم تداول الأوراق المالية المدرجة بالإضافة إلى المهام الإشرافية والرقابية. ثم تم تعديل الاسم إلى بورصة قطر بعد تحويل السوق إلى شركة مساهمة قطرية وانتقال المهام الإشرافية والرقابية لهيئة قطر للأسواق المالية وأصبح السوق مرخصاً من قبل الهيئة للقيام بجميع أنشطة تداول الأوراق المالية في البلاد.

وتعتبر بورصة قطر نقطة مضيئة في تاريخ السوق المالي القطري ومنذ بدء البورصة نشاطاتها في عام 1997، شهدت العديد من التغييرات وكانت

المحور المركزي للتطوير المستمر لأسواق رأس المال في دولة قطر.

واستطاعت البورصة أن تحقق العديد من الانجازات في سعيها لأن تكون منصة لتنويع الاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية المستدامة. وقد تنوعت

هذه الانجازات خلال الأعوام الماضية سواء على مستوى الأداء أو في مجال تحسيّ البنية التحتية أو في مجال المسؤولية الاجتماعية ونشر الثقافة

الاستثمارية بي أفراد المجتمع أو في مجال تحسيّ الشفافية وتطوير علاقات المستثمرين وتطوير الإفصاح ونشر المعلومات وفقاً لأفضل الممارسات الدولية،

بالإضافة إلى تطوير المنتجات والخدمات التي تلبّي مختلف التطلعات الاستثمارية!

ثانياً: الهيكل التنظيمي لبورصة قطر

الشكل 1-2: الهيكل التنظيمي لبورصة قطر

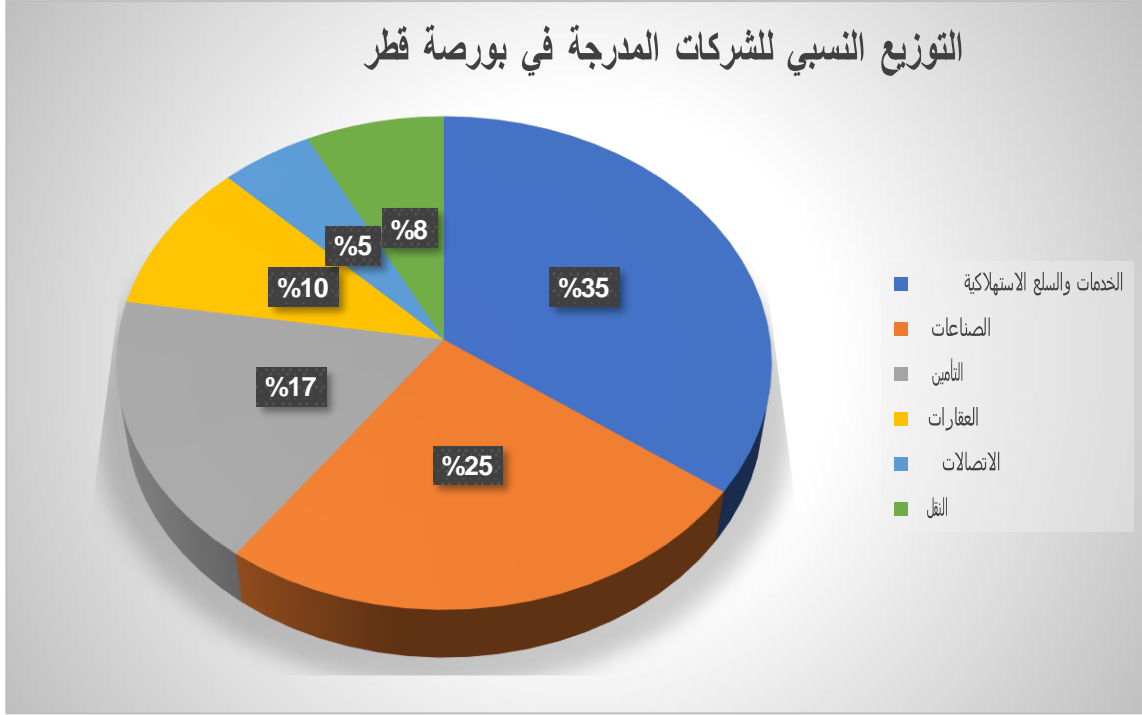


المصدر : أكرام بوحبل، بلفيس جرادة، دور البورصة في تمويل الاستثمار دراسة مقارنة لبورصة الجزائر وبورصة قطر خلال الفترة 2012/2017، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيب المركز الجامعي عبد العزيز بالصوف ميلة، 2017/2018، ص95.

### ثالثا : الشركات المدرجة في بورصة قطر

تضم بورصة قطر 53 شركة مدرجة مقسمة حسب قطاعات وفقا لما يوضحه الشكل التالي:

#### الشكل رقم 2-2: التوزيع النسبي للشركات المدرجة في بورصة قطر



المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على بيانات موقع بورصة قطر .

### الفرع الثاني: عينة الدراسة

#### أولاً: العينة الأولية للدراسة

تتكون عينة الدراسة من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر، موزعة على حسب القطاعات وذلك خلال الفترة الممتدة

بي 2021\_2024 وقد وضعنا شروط لتكوين العينة وهي كالآتي:

- ان تكون الشركة مدرجة قبل سنة 2021 .
- ان تكون الشركة قد قامت بإفصاح للقوائم المالية خلال الفترة 2021-2024 لم تقم الشركة باي من الاتحاد او الاندماج خلال فترة الدراسة.
- لم تقم الشركة بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة.

- وقد استقرت العينة على 31 شركة مدرجة وقد توفرت جميع الشروط التي تم ذكرها في العينة المذكورة في الجدول التالي ومن خلال هذه الشروط قد تم الغاء عدة شركات لا تتوفر فيها الشروط المكونة للعينة، وهذا مايبينه الجدول التالي:

### الجدول 1-2: عدد الشركات المدرجة في كل قطاع

العدد	البيان
53	مجموع الشركات المدرجة الخدمات
13	والسلع الاستهلاكية
14	الصناعات
10	العقارات
7	الاتصالات
4	النقل
2	مجموع الشركات المستثناة العينة
3	النهائية
22	
31	

المصدر: من اعداد الطالبات اعتمادا على البيانات المنشورة في موقع بورصة قطر الرسمي. ثانيا: العينة النهائية للدراسة

بعد عملية الفرز تم الحصول على 31 شركة كعينة نهائية من اجل اجراء واختبار مخاطر التمويل بالاستدانة على المؤسسة، والجدول التالي يوضح

هذه الشركات والقطاعات التي تنتمي اليها:

الجدول 2-2: مؤسسات عينة الدراسة حسب القطاعات

اسم الشركة	رمز الشركة	القطاع
زاد	ZHCD	الخدمات والسلع الاستهلاكية
الطبية	QGMD	
السلام	SIIS	
بلدنا	BLDN	
الرعاية	MCGS	
السينما	QCFS	
فطر للوقود	QFLS	
ودام	WDAM	
مجمع المناعي	MCCS	
المية	MERS	
مقدام	MKDM	
ميزة	MEZA	
الفالج	FALH	
المحار	MHAR	
قامكو التحويلية	QAMC	الصناعات
الاسمنت	QIMD	
صناعات قطر	QNCD	
المستثمرين الكهرباء	IQCD	
والماء اعمال	QIGD	
الخليج الدولية	QEWS	
مسيعيد	AHCS	
استثمار القابضة	GISS	
	MPHC	
	IGRD	
المتحدة للتنمية مزايا	UDCD	العقارات
	MRDS	

الاتصالات	ORDS VFQS	Ooredoo فودافون قطر
النقل	QNNS GWCS QGTS	الملاحة مخازن ناقلات

المصدر: من اعداد الطلبات اعتمادا على البيانات المنشورة في موقع بورصة قطر الرسمي .

نلاحظ من خلال الجدول ان المؤسسات المدرجة في العينة النهائية موزعة على مختلف القطاعات، حيث ينتمي اغلب الشركات الى قطاع الخدمات والسلع الاستهلاكية بنسبة 45% من العينة، تليها المؤسسات المنتمية لقطاع الصناعات بنسبة 32% من المؤسسات المكونة للعينة تليها الشركات المنتمية لقطاع العقارات والاتصالات والنقل بأدنى قيمة والتي تقدر ب 25% من العينة.

#### المطلب الثاني: متغيرات وأدوات الدراسة

سنترك في هذا المطلب الى تبيان وإظهار المتغيرات والأدوات المستعملة في الدراسة من اجل الحصول على نتائج وتحليلها.

#### الفرع الأول متغيرات الدراسة

يتكون موضوع الدراسة من متغيرين، متغير مستقل يتمثل في الاستدانة، ومتغير تابع يتمثل في مخاطر المؤسسة التي يتم الوصول اليها من خلال الانحراف المعياري.

المتغير المستقل: قمنا بتمثيل نسبة الاستدانة في المؤسسة بمجموعة من نسب ومؤشرات مالية التي تعكس

ذلك، حيث اعتمدنا على Debt to Equity ونرمز له ب X1 كما اعتمدنا على Debt to Assets ونرمز له ب

X2 و Short termDebt to Assets ونرمز له ب X3 و Long TermDebt to Assets ونرمز له ب X4

و InterestCoverage Ratio ونرمز له ب X5 و FinancialLeverage Ratio ونرمز له بالرمز X6 .

المتغير التابع: ويتمثل في مخاطر المؤسسة التي يتم حسابها عن طريق الانحراف المعياري لعوائد الأسهم الشهرية الذي يتم الحصول عليه من خلال

حساب العوائد الشهرية للأسهم عن طريق الدالة ln، حسب العلاقة التالية:

العوائد الشهرية للأسهم = ln( سعر سهم الشهر الحالي/سعر سهم الشهر الموالي ) الانحراف المعياري:

$$\sigma = \sqrt{V^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^n Pi(Xi - E(Xi))^2}$$

نمثل متغيرات الدراسة في الجدول التالي:

الجدول 3-2: متغيرات الدراسة

المتغير التابع	المتغير المستقل
$Y =$ العوائد الشهرية للأسهم = $\ln$ سعر سهم الشهر الحالي/ $\ln$ سعر سهم الشهر السابق ( )	$X1=$ TOTAL DEBT/TOTAL EQUITY $X2=$ TOTAL DEBT/TOTAL ASSETS $X3=$ SHORT TERM DEBT/TOTAL ASSETS $X4=$ LONG TERM DEBT/TOTAL ASSETS $X5=$ EBIT/INTEREST EXPENSE $X6=$ TOTAL ASSETS/EQUITY
$\sigma = \sqrt{V^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^n Pi(Xi - E(Xi))^2}$	

المصدر: من اعداد الطالبات.

### الفرع الثاني: أدوات الدراسة

من اجل نتائج المرجو من الدراسة والوصول إلى أهدافها والتحقق من فرضياتها، قمنا ببناء نماذج إحصائية تبحث عن وجود علاقة تأثي ذات دلالة إحصائية بي المخاطر وسياسة الاستدانة، وذلك بالاعتماد على نماذج تحليل بيانات البانل Panel بالاستعانة ببرنامج Excel لمعالجة البيانات وبرنامج Eviews10 لتقدير نماذج الانحدار. ولتحليل النتائج المتحصل عليها من برنامج Eviews سنقوم بتطبيق ثلاثة نماذج تحليل معروفة حسب منهجية

Panel:

- نموذج الانحدار التجميعي (BRM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM)، وذلك بإجراء الاختبارات التالية للمفاضلة بي نماذج واختبار المعنوية الإحصائية للنموذج المختار:
- اختبار BREUSH\_PAGANLM& HAUSMAN : من اجل المفاضلة بي النماذج.
- اختبار المعنوية الإحصائية لمعاملات النموذج (Prob(t)) : لمعرفة المعنوية الإحصائية بي المتغيري المستقل والمتغيري التابع.
- معامل التحديد (جودة التوفيق) (R-Squared) : لمعرفة القوة التفسيرية للمتغيري المستقل على المتغيري التابع .
- الارتباط الخطي ( Adjusted R-Squared ) : لمعرفة نوع الارتباط بي المتغيرين.
- اختبار جودة النموذج (إحصائيات فيشر (Prob(F\_Statistic)) : لمعرفة المعنوية الإحصائية للنموذج ككل.

- اختبار Durbin-Watson Stat ( DW ) : لمعرفة الارتباط الذاتي بين الأخطاء.
- اختبار White : لمعرفة تجانس التباين (ثم استخدامه ضمناً في تقدير النموذج).

### المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها المطلوب الأول

#### عرض البيانات :

#### الفرع الأول: توصيف البيانات الأساسية

قمنا بإجراء تحليل إحصائي وصفي لمتغيرات نموذج قياس أثر الاستدانة على مخاطر المؤسسات باستخدام بيانات 85 مشاهدة تخص 31 شركة مدرجة في سوق قطر المالي. شمل هذا التحليل حساب المؤشرات الأساسية مثل المتوسط، الوسيط، القيم القصوى والدنيا، والانحراف المعياري، بالإضافة إلى مؤشرات شكل التوزيع كعامل الالتواء والتفرطح، واختبار Jarque-Bera لقياس مدى مطابقة التوزيع للتوزيع الطبيعي. كما تم إجراء تحويل لوغاريتمي لبعض المتغيرات لضبط تباينها وتحسين خصائصها التوزيعية، ثم أعيد احتساب نفس المؤشرات لها، مما ساعد في إعداد البيانات بشكل سليم للمرحلة القياسية التالية. والجدول أسفله يبيّن النتائج المتحصل عليها.

#### 1. توصيف البيانات من خلال المتغيرات الأساسية:

#### الجدول 2-4 : توصيف البيانات من خلال المتغيرات الأساسية

X1	Y	X6	X5	X4	X3	X2	
0.970	0.042	2.796	30.487	0.313	0.612	0.926	Mean
0.458	0.033	1.817	5.649	0.202	0.047	0.265	Median
11.388	0.145	25.776	627.123	4.810	44.921	48.546	Maximum
0.009	0.000	0.081	0.046	0.004	0.001	0.009	Minimum
1.573	0.033	3.786	87.475	0.650	4.865	5.260	Std. Dev.
4.100	1.006	4.166	5.025	5.598	9.048	8.889	Skewness
24.626	3.277	21.888	30.507	35.878	82.918	80.914	Kurtosis
1894.529	14.611	1509.458	3037.562	4272.326	23779.810	22619.306	Jarque-Bera
0.000	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	Probability
82.442	3.590	237.697	2591.374	26.607	51.989	78.708	Sum
207.723	0.094	1204.354	642759.524	35.489	1987.804	2324.287	Sum Sq. Dev.
85	85	85	85	85	85	85	Observations

المصدر من اعداد الطالبات بالاعتماد على Eviews10.

2. توصيف البيانات من خلال المتغيرات الأساسية مع تحويلها لLOG:

الجدول 2-5 : توصيف البيانات من خلال المتغيرات الأساسية مع تحويلها لLOG

LOGY	LOGX6	LOGX5	LOGX4	LOGX3	LOGX2	LOGX1	
-2.325	0.651	1.969	-1.992	-3.070	-1.547	-0.896	Mean
-2.171	0.597	1.732	-1.602	-3.059	-1.329	-0.781	Median
-0.686	3.249	6.441	1.571	3.805	3.883	2.433	Maximum
-7.009	-2.509	-3.078	-5.522	-6.804	-4.758	-4.661	Minimum
1.075	0.805	1.568	1.381	1.460	1.328	1.460	Std. Dev.
-1.395	-0.045	0.219	-0.550	0.810	0.098	-0.485	Skewness
6.557	7.618	4.613	3.460	8.072	6.160	3.126	Kurtosis
72.365	75.548	9.892	5.030	100.408	35.502	3.392	Jarque-Bera
0.000	0.000	0.007	0.081	0.000	0.000	0.183	Probability
-197.584	55.371	167.404	-169.330	-260.987	-131.530	-76.159	Sum
97.158	54.492	206.545	160.118	179.058	148.212	179.002	Sum Sq. Dev.
85	85	85	85	85	85	85	Observations

المصدر من اعداد الطالبات بالاعتماد على Eviews 10 . - بالنسبة

للقيم المتطرفة يبي تقارب المتوسط والوسيط عدم وجود قيم متطرفة

- بالنسبة لمقاييس الالتواء والتفرطح يبي أن البيانات الأساسية بعيدة عن المستويات المقبولة للالتواء (1) والتفطح (3) وبالتالي البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي. غي أن هذا الامر لا يشكل مشكل لأن شرط التوزيع الطبيعي متعلق بالهواقي الخاصة بالانحدار وليس البيانات الاصلية.
- أكد اختبار Jarque-Bera أن توزيع البيانات سواء الأساسية أو المحولة لا يخضع للتوزيع الطبيعي فيما عدا Logx4 الذي يعد خاضعا للتوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية 5% 3. التوصيف من

خلال مصفوفة الارتباط

- Covariance Analysis: Ordinary
- Date: 05/09/25 Time: 18:26
- Sample: 2023 2024
- Included observations: 93
- Balanced sample (listwise missing value deletion)

الجدول 6-2 : مصفوفة معاملات الارتباط

LOG X6	LOG X5	LOG X4	LOG X3	LOG X2	LOG X1	X6	X5	X4	X3	X2	X1	
											1.00	X1
										1.00	0.23	X2
									1.00	0.99	0.22	X3
								1.00	0.56	0.65	0.22	X4
								-	-	-	-	X5
							1.00	0.12	0.04	0.05	0.16	X5
								-	-	-		X6
						1.00	0.02	0.09	0.07	0.08	0.75	X6
					1.00	0.44	0.44	0.33	0.18	0.20	0.69	LOG X1
				1.00	0.84	0.01	0.49	0.65	0.45	0.50	0.45	LOG X2
			1.00	0.74	0.61	0.05	0.49	0.48	0.51	0.53	0.44	LOG X3
		1.00	0.40	0.75	0.65	0.02	0.40	0.57	0.24	0.29	0.35	LOG X4
	1.00	-0.55	-0.60	-0.62	-0.67	0.15	0.65	0.28	0.12	0.14	0.43	LOG X5
1.00	-0.19	-0.05	-0.10	-0.10	0.45	0.78	0.00	0.46	0.42	0.45	0.52	LOG X6

المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على برنامج Eviews10 .

كشفت النتائج في الجدول علاه عن وجود علاقة متوسطة بين المتغيرين (X4,X3) بنسبة 56% ، كما  
أوضحت المصفوفة على وجود علاقة قوية بين المتغيرين (X6,X1) بنسبة 75% ، ووجود علاقة قوية جدا بين  
المتغيرين (X3,X2) بنسبة 99% ، أما بالنسبة إلى المتغيرات الأخرى تظهر النتائج عن استقلاليتها عن بعضها  
لان معاملات الارتباط بينها ضعيفة ولا تتجاوز 49% .

الفرع الثاني: اختبار الثبات (Stationarity)

• بما أن البيانات طولية، يجب اختبار استقرار السلاسل الزمنية (stationarity) خاصة للمتغير التابع.

الجدول 7-2: اختبار الثبات

Statistic	Prob.**	sections	Obs	PP - Fisher Chi-square
72.47694	0.004385	22	66	Y
72.47694250325135	0.004385415951502086	22	66	Y1
61.71867731945224	0.03996891049350315	22	66	Logy

61.71867731945178	0.03996891049350654	22	66	Logy1
-------------------	---------------------	----	----	-------

المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على برنامج Eviews10 .

أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة الأصلية

الجدول 8-2: اختبار الثبات بالنسبة للمتغيرات المستقلة الاصلية

Statistic	Prob.**	sections	Obs	PP - Fisher Chi-square
108.069	0.0000	28	84	X1
110.9691	0.0000	28	84	X2
149.00400	0.00000	28	84	X3
100.52855	0.00024	28	84	X4
151.59600	0.00000	25	75	X5
132.48900	0.00000	31	93	X6

المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على برنامج Eviews10 .

بالنسبة للمتغيرات المستقلة المعدلة

الجدول 9-2: اختبار الثبات بالنسبة للمتغيرات المستقلة المعدلة

Statistic	Prob.**	sections	Obs	PP - Fisher Chi-square
107.475	0.00000	27	81	Logx1
116.812	0.00000	28	84	Logx2
131.93	0.00000	27	81	Logx3
86.8113	0.00310	27	81	Logx4
130.492	0.00000	21	63	Logx5
145.444	0.00000	30	90	Logx6

المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على برنامج Eviews10 .

جميع المتغيرات، سواء المتغير التابع أو المستقلة (بأشكالها الأصلية أو المحنولة)، ثابتة وفق اختبار PP-Fisher. بالتالي، لا حاجة لأخذ الفروق الأولى أو إجراء تحولات إضافية، ويمكن استخدام النموذج بطريقة مباشرة دون خوف من مشاكل عدم الثبات التي قد تؤثر على مصداقية النتائج الإحصائية.

### الفرع الثالث: اختبار التعدد الخطي (Multicollinearity)

سنستخدم معامل تضخم التباين (VIF) للتأكد من عدم وجود تداخل خطي قوي بين المتغيرات المستقلة.

الجدول 10-2: قيم تباين التضخم (VIF) لتحليل التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة

Max	Centered VIF	Centered VIF	Centered VIF	Centered VIF	Centered VIF	
3.133471	1.066031	2.997617	3.133471	3.13246	3.132253	x1
29784.99	29764.36	29684.05	101.0713	1.796595	29784.99	x2
25460.07	25443.22	25374.11	98.94438	1.535619	25460.07	x3
464.7969	464.6251	462.8658	1.805738	1.576612	464.7969	x4
1.058858	1.028939	1.058372	1.058858	1.058774	1.016709	x5
2.964659	2.8713	2.964659	2.962837	2.96255	1.008973	x6

المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على برنامج Eviews10 .

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المتغيرات X3، X2، X4 معامل تضخم التباين الخاص بها يفوق الحد الأقصى المسموح به وهو 8، علما أن المعامل الخاص بـ X1 هو 3.13 والذي يتراوح بين 3 و 8 لذا يمكن اعتماد المتغير جذر، بينما المتغيرات X5 و X6 التي حققت معامل أقل من 3 فهي مقبولة في النموذج مبدئياً.

تم تحويل طبيعة المتغيرات التي معامل تضخمها مرتفع الى اللوغاريتم كأحد الحلول لاختبار مشكل التعدد الخطي من جديد والجدول التالي يوضح النتائج المتوصل اليها:

جدول 11-2: قيم تباين التضخم (VIF) بعد تحويل بعض المتغيرات إلى لوغاريتمات

Max	Centered VIF	Centered VIF	Centered VIF	Centered VIF	Centered VIF	
3.76306	1.217777	3.76306	3.728384	3.670683	3.712539	x1
5.175665	5.028163	5.175665	2.713565	2.867083	5.044503	logx2
2.849495	2.849495	2.718463	2.351186	1.596896	2.77799	logx3
2.753348	2.753348	2.68166	2.260644	1.453188	2.712998	logx4
1.355759	1.35109	1.311713	1.278508	1.355759	1.339383	x5
3.144224	3.144224	3.134191	3.118726	3.065173	1.008697	x6

المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على برنامج Eviews10 .

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ اختفاء مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة. حيث ان المتغيرات X5 LOGx4 X3 LOGx3 حققت معامل اقل من 3 فهي مقبولة مبدئياً، اما المتغيرات X6 LOGx2 X1 التي يتراوح معاملها بين 3 و 8 يمكن اعتمادها بجذر.

الفرع الرابع: النماذج الانحدارية لمخاطر المؤسسة بدلالة نسب الاستدانة

والمتغيرات المستقلة

بعد معالجة مشكل التعدد الخطي نقوم بتقدير النموذج الانحداري بيّ المتغير التابع y

والجدول التالي يبيّن نتائج النموذج الانحداري:  $x_1, \log x_2, \log x_3, \log x_4, x_5, x_6$

الجدول 2-12: النموذج الانحداري لمخاطر المؤسسة بدلالة نسب الاستدانة

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/12/25 Time: 08:21				
Sample: 2021 2024				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 28				
Total panel (unbalanced) observations: 92				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0047	2.900463	0.022061	0.063987	C
0.5337	0.624964	0.007613	0.004758	X1
0.9160	-0.105755	0.012350	-0.001306	LOGX2
0.1553	1.433697	0.007715	0.011061	LOGX3
0.5387	-0.617281	0.009026	-0.005571	LOGX4
0.9833	0.021045	7.86E-05	1.65E-06	X5
0.9110	0.112082	0.003099	0.000347	X6
0.049556	Mean dependent var		0.076141	R-squared
0.063021	S.D. dependent var		0.010927	Adjusted R-squared
-2.628644	Akaike info criterion		0.062676	S.E. of regression
-2.436769	Schwarz criterion		0.333903	Sum squared resid
-2.551201	Hannan-Quinn criter.		127.9176	Log likelihood
3.020716	Durbin-Watson stat		1.167561	F-statistic
			0.331352	Prob(F-statistic)

المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على برنامج Eviews10 .

من خلال الجدول اعلاه نلاحظ ان:

- ان جميع المتغيرات ليس لديها نسب معنوية، وان النموذج ككل ليس لديه دلالة معنوية.

### الفرع الخامس: اختبار Stepwise Least Squares

ان المتغيرات المستقلة المعتمد عليها في الدراسة تتفاوت في درجة تفسيرها للمتغير التابع، لذلك قمنا بإجراء اختبار Least Squares

Stepwise أظهرت النتائج ان النموذج الأفضل يتعلق بالمتغيرات  $y$  و  $x_6$  و  $\log x_4$  و  $\log x_3$  ويكتب النموذج كمايلي:

$$Y=C+C4\text{LOG}x_4+C3\text{LOG}X3+C6X6$$

الفرع السادس: اختبار التأثيرات الثابتة والعشوائية

تقدير النموذج التجميعي (Pooled OLS)

#### الجدول 2-13: نتائج النموذج التجميعي

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/10/25 Time: 22:47				
Sample: 2021 2024				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 28				
Total panel (unbalanced) observations: 97				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.06704	0.01455	4.60535	1.30405
LOGX3	0.01128	0.00498	2.26583	0.02578
LOGX4	-0.00603	0.00544	1.10825	0.27061
X6	0.00186	0.00167	1.11068	0.26956
R-squared	0.06815	Mean dependent var		0.04978
Adjusted R-squared	0.03809	S.D. dependent var		0.06154
S.E. of regression	0.06036	Akaike info criterion		-2.73648
Sum squared resid	0.33887	Schwarz criterion		-2.63031
Log likelihood	136.71957	Hannan-Quinn criter.		-2.69355
F-statistic	2.26737	Durbin-Watson stat		2.92570
Prob(F-statistic)	0.08580			

المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على برنامج Eviews10 .

نلاحظ من خلال الجدول اعلاه للنموذج التجميعي ان المتغير LOGX3 لديه نسبة معنوية عند 5% وبخصوص النموذج ككل لديه دلالة معنوية عند 10% ، اما DW فكانت 2.92 .

### ← تقدير نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model)

الجدول 2-14: نتائج نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/10/25 Time: 22:50				
Sample: 2021 2024				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 28				
Total panel (unbalanced) observations: 97				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.04089	0.02938	1.39163	0.1687
LOGX3	0.012868	0.010717	1.20073	0.2341
LOGX4	-0.024824	0.013243	-1.87452	0.0653
X6	-0.001059	0.002217	0.477841	0.6343
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.262169	Mean dependent var		0.049786
Adjusted R-squared	-0.073208	S.D. dependent var		0.061548
S.E. of regression	0.063761	Akaike info criterion		2.413236
Sum squared resid	0.268319	Schwarz criterion		1.590390
Log likelihood	148.0419	Hannan-Quinn criter.		2.080518
F-statistic	0.781715	Durbin-Watson stat		3.408079
Prob(F-statistic)	0.768735			

المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على برنامج Eviews10 .

نلاحظ من خلال الجدول اعلاه لنموذج الاثار الثابتة ان  $LOGX4$  لديه نسبة معنوية عند 10% وبخصوص النموذج ككل ليس لديه دلالة معنوية ، اما DW فكانت 3.4.

← تقدير نموذج التأثيرات العشوائية(Random Effects Model)

الجدول 2-15: نتائج النموذج العشوائي

Dependent Variable: Y				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 05/11/25 Time: 05:19				
Sample: 2021 2024				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 28				
Total panel (unbalanced) observations: 97				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.067042	0.015377	4.360000	0.0000
LOGX3	0.011289	0.005262	2.145123	0.0345
LOGX4	-0.006034	0.005751	1.049211	0.2968
X6	0.001864	0.001773	1.051512	0.2957
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.000000	0.0000
Idiosyncratic random			0.063761	1.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.068156	Mean dependent var		0.049786
Adjusted R-squared	0.038097	S.D. dependent var		0.061548
S.E. of regression	0.060364	Sum squared resid		0.338874
F-statistic	2.267378	Durbin-Watson stat		2.925702
Prob(F-statistic)	0.085808			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.068156	Mean dependent var		0.049786
Sum squared resid	0.338874	Durbin-Watson stat		2.925702

المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على برنامج Eviews10 .

نلاحظ من خلال الجدول اعلاه لنموذج الاثار العشوائية ان المتغي  $LOGx3$  لديه نسبة معنوية عند 5%، وبخصوص النموذج ككل لديه دلالة معنوية عند 10% ، اما DW فكانت 2.92.

الفرع السابع: نتائج اختبار النموذج الأمثل

أولاً: اختبار Hausman: يقوم هذا الاختبار على المفاضلة بين كل من نموذج الاثار العشوائية ونموذج الاثار الثابتة، وفق هذا الاختبار نختبر الفرضية التالي:

- $H_0$  = نموذج الاثار العشوائية وهو الملائم لدراسة العلاقة بين الاستدانة والمخاطر.
- $H_1$  = نموذج الاثار الثابتة وهو الملائم لدراسة العلاقة بين الاستدانة والمخاطر. والجدول التالي يبي

نتائج اختبار Hausman:

#### الجدول 2-16: نتائج اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: EQOLS			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	5.866877	3	0.1183

المصدر: من اعداد الطالبات باعتماد على برنامج Eviews10 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ان  $(Prob > 0.05)$ ، ومنه نقبل فرضية نموذج الاثار العشوائية هو الملائم لدراسة العلاقة بين الاستدانة والمخاطر، ونرفض فرضية الاثار الثابتة هو الملائم.

ثانياً اختبار Breusch-Pagan LM : يسمح هذا الاختبار بالمفاضلة بين كل من نموذج الاثار العشوائية والنموذج التجميعي، وفق هذا الاختبار نختبر الفرضية التالي:

- $H_0$  = نقبل نموذج الاثار التجميعي وهو الملائم لدراسة العلاقة بين الاستدانة والمخاطر.
- $H_1$  = نقبل نموذج الاثار العشوائية وهو الملائم لدراسة العلاقة بين الاستدانة والمخاطر. والجدول التالي يبي نتائج

الاختبار:

**الجدول 2-17: نتائج اختبار Breusch-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	
3.570543	0.503273	3.067270	Breusch-Pagan
(0.0588)	(0.4781)	(0.0799)	

المصدر: من اعداد الطالبات باعتماد على برنامج Eviews10 .

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ان  $(Prob > 0.05)$ ، ومنه نقبل فرضية نموذج الآثار التجميعي هو الملائم لدراسة العلاقة بين المخاطر والاستدانة ونرفض فرضية نموذج الآثار العشوائية هو الملائم.

**الفرع الثامن: النموذج المصحح النهائي وتشخيص القوة الإحصائية للنموذج**

بعد اختبار تجانس التباين (Heteroskedasticity) و اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation) للنموذج

المختار والذي يوضحه الملحق رقم 01 وذلك للتأكد من صحة الفرضيات الكلاسيكية للنموذج القياسي، وهو ما يؤثر مباشرة على مصداقية النتائج الإحصائية، تحصلنا على النموذج المصحح النهائي:

**الجدول 2-18: النموذج المصحح النهائي**

Dependent Variable: Y				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Date: 05/11/25 Time: 05:46				
Sample: 2021 2024				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 28				
Total panel (unbalanced) observations: 97				
Iterate weights to convergence				
Convergence achieved after 23 weight iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.039567	0.004565	8.667392	0.0000
LOGX3	-0.003969	0.000937	-4.237506	0.0001
LOGX4	0.004539	0.000937	4.844926	0.0000
X6	-0.001299	0.000676	-1.922513	0.0576
Weighted Statistics				

R-squared	0.276906	Mean dependent var	0.111506
Adjusted R-squared	0.253581	S.D. dependent var	0.114121
S.E. of regression	0.065557	Akaike info criterion	-4.031568
Sum squared resid	0.399692	Schwarz criterion	-3.925395
Log likelihood	199.5311	Hannan-Quinn criter.	-3.988637
F-statistic	11.87135	Durbin-Watson stat	2.272374
Prob(F-statistic)	0.000001		
Unweighted Statistics			
R-squared	-0.099092	Mean dependent var	0.049786
Sum squared resid	0.399696	Durbin-Watson stat	2.545538

المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على برنامج Eviews10 .

• تشخيص القوة الاحصائية للنموذج المختار:

أ. تقدير المعادلة:

اعتمادا على نتائج الجدول تم الحصول على المعادلة التقديرية التالية:

$$Y=0.0396-0.00396\text{LOG}x3 +0.00453\text{LOG}x4-0.00129x6.$$

ب. اختبار معنوية المتغيرات:

انطلاقا من جدول النموذج التجميعي ومن خلال قيم الاحتمال (Prob.) نجد:

•  $\text{LOG}x3$  معامل ذو دلالة إحصائية عالية عند مستوى 1% (Prob = 0.0001)

•  $\text{LOG}x4$  معنوي كذلك عند مستوى 1% (Prob = 0.0000)

•  $x6$  له دلالة حدودية عند مستوى 10% (Prob = 0.0576)

ج. اختبار معنوية النموذج :

تشبي قيمة احتمال F-Statistic = 0.000001 إلى أن النموذج ككل معنوي إحصائيا عند مستوى 1%، مما يعني أن المتغيرات

المستقلة مجتمعة تفسر جزءا من تباين المتغي التابع بشكل معنوي.

د. الارتباط الخطي :

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المع ندلة لمعامل التحديد تبلغ 0.2536 وهذا يدل على أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 25.36% من التباين في المتغي التابع (المخاطر). ويعني ذلك أن هناك عوامل أخرى غي مدرجة في النموذج تفسر النسبة المتبقية (حوالي 74.6%).

#### هـ. الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

من خلال جدول النموذج التجميعي نلاحظ ان أخطاء  $DW = 2.54$  ، مما يشي إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بيّ النموذج.

#### المطلب الثاني : مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية

من خلال عرض نتائج الدراسة سنقوم بتفسيها في شكل استنتاجات على النحو التالي :

• نلاحظ أن متغيرات الاستدانة  $X_1, X_2, X_5$  ليس لها تأثي على مخاطر المؤسسة، حيث بعد إلغائها تحسنت القدرة التفسية للنموذج

#### • (LOGX3)الديون قصيرة الأجل / إجمالي الأصول:

- المعامل = -0.003969، وهو سلبي ودال إحصائيًا عند مستوى 1 %
- التفسى: ارتفاع نسبة الديون قصيرة الأجل يؤدي إلى خفض تقلبات العوائد (أي تقليل المخاطر)، ما يشي إلى أن التمويل قصي الأجل قد يكون أكثر استقرارا على المدى القصي في حالة هذه المؤسسات.

#### • (LOGX4)الديون طويلة الأجل / إجمالي الأصول:

- المعامل = 0.004539، موجب ودال إحصائيًا عند مستوى 1 %
- التفسى: زيادة نسبة الديون طويلة الأجل تؤدي إلى رفع المخاطر، وهو ما يعكس أثر الالتزامات طويلة الأمد على تقلب العوائد.

#### • (X6)إجمالي الأصول / حقوق الملكية:

- المعامل = -0.001299، سلبي ودال إحصائيًا عند مستوى 10 %
- التفسى: يمثل هذا المتغي الرافعة المالية، ويشي إلى أن زيادة حجم الأصول مقارنة بحقوق الملكية قد تساعد في تخفيض المخاطر، ربما بسبب تحسن الكفاءة التشغيلية أو الاقتصاد في الحجم.

### خلاصة الفصل الثاني:

تناول الفصل الثاني الجانب التطبيقي لدراسة حيث تم اسقاط الاطار النظري على الواقع من خلال تحليل بيانات عينة مكونة من 31 شركة مدرجة في بورصة قطر خلال الفترة الممتدة من 2021-2024. تم اختيار هذه العينة وفقا لشروط محددة تضمن استمرارية الإفصاح المالي وعدم تعرضها لحالات اندماج او توقف تداول.

حيث أظهرت نتائج التحليل الاحصائي باستخدام برامج Excel وEviews، وجود علاقة موجبة ومعنوية بي التمويل بالاستدانة وارتفاع مستوى المخاطر لدى الشركات القطرية. كما بينت النتائج وجود تفاوت في درجة التائي حسب القطاع، حيث كانت بعض القطاعات اكثر تايثر مثل النقل والخدمات الاستهلاكية مقارنة بالقطاعات الأخرى.

## الخاتمة

## الخاتمة

تركز هذه الدراسة على تأثي التمويل على سياسة الاستدانة، حيث تم طرح الإشكالية التالية: ما هو تأثي الاستدانة على المخاطر التي تواجه المؤسسات المدرجة في بورصة قطر تم اختيار عينة من هذه المؤسسات للفترة ما بين 2021-2024. وقد تم تقسيم الدراسة الى فصلي، حيث تناول الفصل الأول الجانب النظري للمتغيرات المعنية وراجع بعض الدراسات السابقة ذات الصلة. بينما تم تخصيص الفصل الثاني لتطبيق الجانب النظري من خلال دراسة عملية، وسنستعرض في الخاتمة النتائج التي تم التوصل اليها والفرضيات الي تم اختبارها.

### اولاً: نتائج البحث واختبار الفرضيات

من خلال الدراسات النظرية استخرجنا النتائج التالية:

- تبين من خلال الدراسة انه كلما زادت نسبة الديون الى حقوق الملكية زادت مخاطر المؤسسة المالية.
- قد تظهر النتائج انه في الاجل القصي زيادة الاستدانة يمكن ان تؤدي الى تدهور الأداء المالي بسبب ارتفاع تكاليف الفائدة وقلة السيولة.
- في حال استخدام الاستدانة بشكل معتدل وموازن فإنها قد تؤدي الى تنفيذ مشاريع جديدة وتعزيز النمو بدون زيادة كبيرة في المخاطر.
- مما يؤثر على مردودية المؤسسة اعتمادها في تمويل احتياجاتها على مصادر تمويل خارجية ذات التكلفة الثابتة سواء كانت قروض او سندات.

من خلال الدراسة التطبيقية استخرجنا النتائج التالية:

بالاعتماد على نتائج نموذج Panel EGLS لتقدير أثر الاستدانة على مخاطر المؤسسات المدرجة في

بورصة قطر خلال الفترة (2021-2024)، وبالرجوع إلى الإشكالية والفرضيات الموضوعية، نعرض مناقشة النتائج على شكل نقاط كما يلي:

### 1- الفرضية الرئيسية:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل بالاستدانة ومستوى المخاطر. حيث النموذج ككل دال

إحصائياً (Prob(F) = 0.000001) ، مما يعني وجود علاقة معنوية بين المتغيرات التوضيحية التي تمثل التمويل بالاستدانة، ومستوى المخاطر.

### 2- الفرضيات الفرعية:

#### أ- الفرضية الأولى:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية ومستوى مخاطر المؤسسات المدرجة. حيث المتغيرات المتعلقة بالإجابة على هذه الفرضية هي : X1 (إجمالي الديون / حقوق الملكية) و X2 (إجمالي الديون / إجمالي الأصول)، والتي لم تظهر في النموذج النهائي ضمن المتغيرات الدالة، مما يعين أن هذه النسب التقليدية للمديونية لم تظهر تأثراً معنوياً على المخاطر، ما قد يعكس أن تأني الدين يتوقف على طبيعته (قصي أو طويل الأجل) أكثر من كونه مجرد نسبة إجمالية.

#### ب- الفرضية الثانية:

تؤثر طبيعة الدين (قصير أو طويل الأجل) على درجة المخاطر المالية. حيث المتغيرات المتعلقة بالإجابة على هذه الفرضية هي LOGX3 (الديون قصيرة الأجل / إجمالي الأصول) و LOGX4 (الديون طويلة الأجل / إجمالي الأصول) وتم التوصل الى أن معامل LOGX3 سلبي (-0.003969) ودال عند 1 %، أما معامل LOGX4 موجب (0.004539)، ودال أيضاً عند 1%، مما يشي الى أن هناك أثر معنوي واضح لطبيعة الدين، حيث الديون قصيرة الأجل تقلل من المخاطر. بينما الديون طويلة الأجل تزيد من المخاطر. وبالتالي يتم قبول الفرضية الثانية بقوة.

#### ج- الفرضية الثالثة:

تؤثر القدرة على تغطية الفوائد على استقرار المخاطر. وتم قياس هذه الفرضية عن طريق المتغي X5 المصاريف المالية/ EBIT إلا أن المتغي لم يظهر دلالة إحصائية في النموذج، ولم يثبت وجود تأني معنوي لهذا المؤشر في العينة المدروسة، ما قد يشي إما إلى أن المؤسسات تملك قدرة جيدة على تغطية الفوائد عامة، أو أن هذا المؤشر ليس حساساً لتقلبات المخاطر في الحالة المدروسة. وبالتالي تم رفض الفرضية الثالثة.

#### د- الفرضية الرابعة:

يوجد ارتباط معنوي بين مستوى الرفع المالي والمخاطر. وتم قياس هذه الفرضية عن طريق المتغي X6 (إجمالي الأصول / حقوق الملكية) حيث معامل المتغي سلبي (-0.001299) ودال عند مستوى 10 % أي أنه يوجد تأني معنوي ضعيف، ويشي إلى أن ارتفاع الرفع المالي قد يساهم في تخفيض المخاطر في هذه الحالة، ما قد يعكس إدارة فعالة للأصول من قبل الشركات المدروسة. وبالتالي يتم قبول الفرضية الرابعة.

#### ثانياً: التوصيات والاقتراحات

- يتعي على الشركة اتخاذ القرار المناسب بشأن هيكل التمويل ( حقوق الملكية والديون) وتجنب التوسع المفرط في استخدام الاستدانة، مما قد يؤدي الى خطر الإفلاس.

- يجب على إدارة الشركة التركيز على إدارة السيولة بفعالية والاستفادة القصوى منها.
- يعتبر التحليل المالي وخاصة النسب المالية عنصرا حيويا لمواجهة نقاط ضعف المؤسسة.

### ثالثا: افاق الدراسة

يعتبر المجال الخاص بالإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية مجالا شاسعا يحتوي على العديد من التحديات،

والتي يمكن ان تشكل مواضيع للدراسة والبحث، نذكر منها:

- تأتي التغيرات الاقتصادية العالمية على استراتيجيات الاستدانة، أي كيفية تأني التقلبات الاقتصادية العالمية، مثل معدلات الفائدة والتضخم، على قرارات التمويل بالاستدانة للمؤسسات ومدى تأني ذلك على حجم المخاطر المالية.
- تأتي ربحية المؤسسة الاقتصادية على قدرتها على تحقيق السيولة.
- التحليل القطاعي لاستدانة المؤسسات أي تقييم كيف تختلف اثار الاستدانة على المخاطر بحسب القطاعات الصناعية المختلفة، مثل التكنولوجيا، التصنيع، والخدمات مع التركيز على خصائص كل قطاع ومستوى تحمل المخاطر.
- دراسة قدرة المؤسسات التي تعتمد على الاستدانة على التكيف والصمود خلال الازمات الاقتصادية، مع تحليل المخاطر المرتبطة بتلك الاستراتيجيات في أوقات الانكماش.

# قائمة المراجع

## أولا : المراجع باللغة العربية

## الكتب

- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، الاردن، 2010، ص.21-22

## المحاضرات

تجاني محمد العيد، ادارة المخاطر المالية محاضرة مقدمة لطلبة سنة ثالثة ادارة مالية قسم علوم التسيي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيي جامعة الوادي، 2021/2024.

- مجدوب خيرة، إدارة المخاطر المالية، مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة فرع علوم التسيي، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيي، جامعة ابن خلدون تيارت، 2020\2019.

- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الاولى، الاردن. 2010، ص.21-22.

- قندوز عبد الكريم، التحوط وإدارة المخاطر بالمؤسسات المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه، جامعة الشلف،

2011/2012.

- معاشي سفيان، محاضرات في إدارة مصادر التمويل، مطبوعة دروس موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، جامعة ابن خلدون، تيارت، الجزائر. 2022-2023.

## المذكرات

- اخلاص خلفاوي، اثر الهيكل المالي على المخاطر نغي النظامية في المؤسسة الاقتصادية، اطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في الطور الثالث، جامعة 8ماي 1945، قالمة، 2023/2024.

- اكرام بوحبل، بلقيس جرادة، دور البورصة في تمويل الاستثمار دراسة مقارنة لبورصة الجزائر وبورصة قطر خلال الفترة 2012/2017، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيي المركز الجامعي عبد العزيز بالوصوف ميلة، 2017/2018.

- حاروش مدينة، مخاطر التمويل بالاستدانة في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة اقمصة جن جن، مذكرة لنيل شهادة ماستر أكاديمي، تخصص ادارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2020.2021.

- حاروش مدينة مخاطر التمويل بالاستدانة في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة اقمصة جن جن، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيي تخصص ادارة مالية قسم علوم التسيي كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيي جامعة

محمد الصديق بن يحيى جيجل 2020.2021.

- صوار يوسف، مذكرة تخرج لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تسي، محاولة تقدير خطر عدم تسديد القرض التنقيطي والتقنية العصبية الاصطناعية بالبنوك الجزائرية، بنك Badr، جامعة تلمسان، 2008.
- عبدلي لطيفة، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير بعنوان دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسي، جامعة تلمسان، 2011/2012.
- فريال وريدة فتحي، اثر المخاطر المالية على الاداء المالي للمؤسسة \_دراسة قياسية وتحليلية لعينة من شركات التأمين الجزائري للفترة 2009\_2013، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة Master اكاديمي، شعبة علوم مالية محاسبية، تخصص مالية مؤسسية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014\_2015.
- محمد بوشوشة، تأني السياسات التمويلية على امثليه الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسي، جامعة محمد خيضر-بسكرة-الجزائر. 2015-2016.

### المقالات

- فاطمة بوهالي، إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة عدد من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية، العدد الاقتصادي، 3501- جامعة زيان عاشور بالجلفة.
- محمد بوشوشة، سياسة الاستدانة في المؤسسة: المفاضلة بين التمويل بالاقتراض البنكي والتمويل السندي، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 4، الجزائر، 2012.
- بوزيد عصام واخرون، اثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، المجلد 6 العدد.
- بلعوز بن علي، استراتيجيات ادارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة الشلف، 2009/2010.
- سلمى علي الدين اثر الرفع على العائد والمخاطر الكلية للشركات الصناعية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، 2019.
- زنانة ريمة، العيد شريفة، مصادر التمويل في المؤسسة والعوامل المؤثرة فيه، مجلة المالية والأسواق، جامعة جيجل، جامعة الجزائر 2، العدد 2، الجزائر، 2023.
- بلخير بكاري، ا. عبد الرحمان دغوم، دراسة اثر الرفع المالي على المردودية المالية، دراسات العدد الاقتصادي المجلد 8 العدد 1، جامعة الاغواط، 2017.
- مبرفت السمان، يونس التوي، تأني الرفع المالي على معدلات الربحية للشركات العمانية المقيدة ببورصة قطر، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، المجلد 38، العدد الثالث، 2024.





## ثانيا : المراجع باللغة الاجنبية

- “A Risk Management Standard”, Published by AIRMIC, ALARM, and IRM: 2002.
- Ade Kurniawan Sofyan , Mahroji ، Pengaruh Likuiditas, Leverage Profitabilitas Terhadap Financial Distress ، jurnal Kajian Ekonomi& Bisneus Islam ، vol5 No12 ،2024 .
- <https://www.qe.com.qa/ar/historical-background>
- JACKLINE ADONGO،THE EFFECT OF FINANCIAL LEVERAGE ON PRFITABILTY AND RISK OF FIRMS LISTED AT THE NAIROBI SECURITIES EXCHANGE،University of NAIROBI،2012.
- José Almeida Brito&Kose Johen، Leverag and GrowthOpportunities، Risk-AvoidanceInduced by RiskyDebt .
- Mark Jenkins & Greg Nini ، The Risks and Returns of CorporateLoans،seminar at Drexel(Le Bow) University ، 2014 .
- Shehidul Hoque and all ، LEVERAGE, RISK,AND PROFITABILITY،EMPIRICAL EVIDENCE FROM SELECTED MANUFACTURING SECTORS OF BANGLADESH ،Mangement Development ،vol30No1 ،2017 .
- Vijitha Gunarathna ،How does Financial Leverage Affect Financial Risk? An Empirical Study in Lanka، Amity Jornal Of Finance1(1)(57\_66)،2016.

# الملاحق

الملحق رقم 1: اختبار تجانس التباين (Heteroskedasticity) و اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation) للنموذج المختار

اختبار تجانس التباين واختبار الارتباط الذاتي للنموذج المختار

Panel Cross-section Heteroskedasticity LR Test				
Equation: EQOLS				
Specification: Y C LOGX3 LOGX4 X6				
Null hypothesis: Residuals are homoscedastic				
	Value	Df	Probability	
Likelihood ratio	125.6230	28	0.0000	
LR test summary:				
	Value	Df		
Restricted LogL	136.7196	93		
Unrestricted LogL	199.5311	93		
Unrestricted Test Equation:				

الفرضية البديلة  $H_1$ : الأخطاء تعاني من تباين غير متجانس (heteroskedasticity).

## 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