



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية



أطروحة دكتوراه مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه، الطور الثالث
ميدان: علوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير
شعبة: علوم مالية ومحاسبة
تخصص: مالية مؤسسة

الموضوع:

دراسة تأثير درجة سيولة الأسواق المالية على القرارات التمويلية في
المؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة-

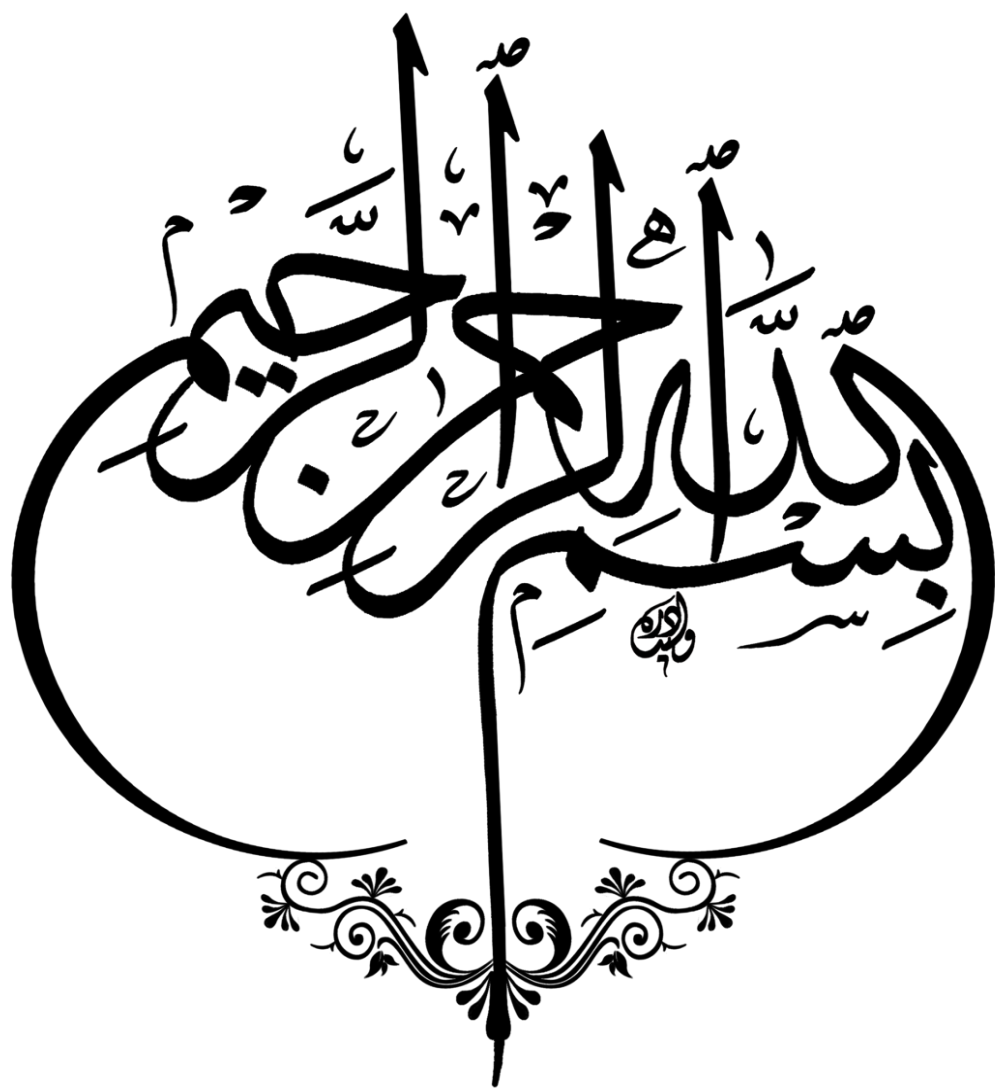
إشراف الدكتور(ة)
مولود مليكاوي

إعداد الطالب(ة):
آزاد براهيمى

أعضاء لجنة المناقشة:

| الاسم واللقب العائلي | الرتبة العلمية | مؤسسة الانتماء | الصفة |
|----------------------|-----------------|--------------------|--------------|
| محمد عبادي | أستاذ | جامعة برج بوعريريج | رئيسا |
| مولود مليكاوي | أستاذ | جامعة البلدية 2 | مشرفا ومقررا |
| الجودي صاطوري | أستاذ | جامعة برج بوعريريج | ممتحنا |
| إيمان بن السراج | أستاذ محاضر "أ" | جامعة برج بوعريريج | ممتحنا |
| نبيلة نوي | أستاذ | جامعة المسيلة | ممتحنا |
| أعمر قمان | أستاذ محاضر "أ" | جامعة الجلفة | ممتحنا |

السنة الجامعية: 2024/2023



شكر وتقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات والصلوة والسلام على رسوله الكريم ومن تبعه بإحسان.
أستهل وراستي بشكر الله تعالى شكرا جزيلا طيبا مباركا فيه الذي أثارنا بالعلم وبنينا بالحلم، وأكرمنا بالتقوى، وأنعم علينا بالعافية، وأثار طبعنا وفق وأعان في إتمام هذه الدراسة المتواضعة فما توفيقني الى بالله الذي علم بالقلم علم الإنسان ما لم يعلم.

كما نرفع بذلك كلمة شكر للأستاذ المشرف مليكاوي مولود على كل ما قدمه من توجيهات وإرشادات وعلى كل ما خصني به من وقت وجهد طول إشرافه على هذه الدراسة، وكذا أقدم الشكر للأستاذ عملي إبراهيم
ولا يفوتني توجيه الشكر والتقدير لكافة الأساتذة الكرام في كلية العلوم الاقتصادية وعلوم تجارية وعلوم التسبير
جامعة البشير الإبراهيمي برج بوعمريرج وكل من ساهم في هذا العمل من قريب أو من بعيد
أقول لهم جميعا "شكرا جزيلا"

الاهداء

أهدي هذا العمل إلى كل طالب علم يسعى لكسب المعرفة وتزويد رصيده المعرفي.
إلى صاحب السيرة العطرة الذي سعى من أجل راحتي ونجاحي ولم يبخل علي بشيء. كان دوماً ومازال سنداً أبي العزيز
حفظه الله.

إلى من ساندني في صلاتها وعاثها ومن سهرت الليالي تنير دلي وتشاركني أفراحي نبع العطف والحنان ذي الغالية
أطال الله في عمرها.

إلى من قضيت معهم أجمل أيام حياتي وعشت معهم أحلى الذكريات إخوتي وأختي الصغيرة

إلى جميع أفراد عائلتي من أعمام، أخوان، عمات، خالات

إلى كل من ساهم ولو مقدار ذرة في سبيل وصولي إلى هنا

وتبقي القائمة مفتوحة فلا تسعني الورقة ولا تسعني الكلمات

أزاد براهيمي

الملخصات

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر سيولة السوق المالي على قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، من خلال تطبيق الدراسة على المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان- الأردن- خلال الفترة 2011 إلى 2022، باستخدام بيانات البانل الساكن والانحدار اللوجستي بالاعتماد على برنامج Eviews 12، XL STAT 2018.

تحتوي دراستنا على ثلاث نماذج وذلك لاحتوائها على ثلاث متغيرات تابعة والمتعلقة بقرار التمويل، وقد توصلت الدراسة إلى: النموذج الأول المتعلق بإصدارات الأسهم العادية الجديدة فإن التغيرات الحاصلة في قيمة إصدارات الأسهم الجديدة العادية المدرجة ببورصة عمان قد تم تفسيرها بواسطة سيولة الأسواق المالية كمتغير مستقل والمتغيرات الضابطة المتمثلة في تكلفة التمويل، التدفقات النقدية، معدل العائد على حقوق المساهمين، معدل العائد على الاستثمار ونسبة المديونية، كما توصلت الدراسة إلى أن سيولة السوق المالي تؤثر إيجاباً على قيمة الإصدارات الجديدة الأسهم العادية، والنموذج الثاني المتعلق بالقروض طويلة الأجل إن % 67.53 من التغيرات الحاصلة في القروض طويلة الأجل قد تم تفسيرها بواسطة سيولة الأسواق المالية كمتغير مستقل والمتغيرات الضابطة السابقة الذكر، أما باقي التغيرات والمقدرة ب % 32.47 تعود إلى متغيرات أخرى، فسيولة السوق المالي تؤثر سلباً على القروض طويلة الأجل، أخيراً النموذج الثالث المتعلق بالأرباح المحتجزة إن % 86.79 من التغيرات الحاصلة في قيمة الأرباح المحتجزة قد تم تفسيرها بواسطة سيولة الأسواق المالية كمتغير مستقل والمتغيرات الضابطة السابقة الذكر، أما باقي التغيرات والمقدرة ب % 13.24 تعود إلى متغيرات أخرى، تأثير سيولة الأسواق المالية على الأرباح المحتجزة سيولة السوق المالي تؤثر سلباً على الأرباح المحتجزة وبالتالي فإن الفرضيات الثلاثة محققة.

الكلمات المفتاحية: سيولة الأسواق المالية؛ القرار التمويلي؛ إصدارات الأسهم العادية الجديدة؛ القروض طويلة الأجل؛ الأرباح المحتجزة؛ بورصة عمان؛ الانحدار اللوجستي؛ بيانات البانل الساكن.

Abstract

This study aims to measure the impact of financial market liquidity on financing decisions in economic institutions by applying the study to industrial institutions listed on the Amman Stock Exchange, Jordan, during the period from 2011 to 2022, using static panel data and logistic regression based on Eviews 12 and XL STAT 2018

Our study includes three models, each containing three dependent variables related to financing decisions. The study found the following : the First Model Related to the issuance of new ordinary shares The changes in the value of new ordinary shares listed on the Amman Stock Exchange were explained by financial market liquidity as an independent variable and the control variables represented by the cost of financing, cash flows, return on equity, return on investment, and the debt ratio. The study also found that financial market liquidity positively affects the value of new ordinary shares. The the Second Model Related to long-term loans: 67.53% of the changes in long-term loans were explained by financial market liquidity as an independent variable and the aforementioned control variables. The remaining changes, estimated at 32.47%, are attributed to other variables. Financial market liquidity negatively affects long-term loans, The Third Model Related to retained earnings: 86.79% of the changes in the value of retained earnings were explained by financial market liquidity as an independent variable and the aforementioned control variables. The remaining changes, estimated at 13.24%, are attributed to other variables. Financial market liquidity negatively affects retained earnings.

Therefore, the three hypotheses are confirmed.

Keywords: Financial market liquidity; financing decision; new ordinary share; long-term loans; retained earnings; Amman Stock Exchange; logistic regression; static panel data.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

| الصفحة | المحتوى |
|--------|--|
| - | التشكرات |
| - | الاهداء |
| - | الملخص |
| - | قائمة الجداول والأشكال والملاحق |
| أ - ل | مقدمة |
| 61-1 | الفصل الأول سيولة الأسواق المالية |
| 02 | تمهيد |
| 03 | المبحث الأول الجوانب النظرية للأسواق المالية |
| 03 | المطلب الأول ماهية الأسواق المالية |
| 11 | المطلب الثاني تقسيمات الأسواق المالية |
| 18 | المطلب الثالث أهداف الأسواق المالية |
| 22 | المبحث الثاني كفاءة أسواق رأس المال |
| 22 | المطلب الأول مفهوم وأنواع كفاءة أسواق رأس المال |
| 26 | المطلب الثاني متطلبات أو شروط الكفاءة في سوق رأس المال |
| 27 | المطلب الثالث أشكال فرضية السوق الكفاء |
| 33 | المطلب الرابع خصائص السوق الكفاء |
| 35 | المبحث الثالث مفهوم سيولة الأسواق المالية |
| 35 | المطلب الأول ماهية السيولة |
| 37 | المطلب الثاني سيولة الأسواق المالية |
| 43 | المطلب الثالث تكاليف ضعف سيولة الأسواق المالية |
| 46 | المبحث الرابع مقاييس سيولة الأسواق المالية |
| 46 | المطلب الأول مقاييس سيولة السوق القائم على تكلفة المعاملات |
| 51 | المطلب الثاني مقاييس سيولة السوق القائم على الحجم |
| 56 | المطلب الثالث مقاييس سيولة السوق القائم على السعر |

| | | |
|--------|---|---------------|
| 58 | المقاييس المرتبطة بتأثرات الأسواق | المطلب الرابع |
| 61 | | خلاصة الفصل |
| 123-62 | القرار التمويلي بين خيار السوق النقدي وخيار سوق رأس المال | الفصل الثاني |
| 63 | | تمهيد |
| 64 | أساسيات حول القرار التمويلي | المبحث الأول |
| 64 | ماهية صنع القرار | المطلب الأول |
| 70 | القرار التمويلي | المطلب الثاني |
| 73 | الأدوات المستخدمة في اتخاذ قرار التمويل | المطلب الثالث |
| 81 | محددات القرار التمويلي | المبحث الثاني |
| 81 | العوامل الكمية المحددة للقرار التمويلي | المطلب الأول |
| 86 | العوامل الكيفية المحددة للقرار التمويلي | المطلب الثاني |
| 88 | محددات أخرى للقرار التمويلي | المطلب الثالث |
| 90 | ضعف سيولة السوق المالي كدافع للتمويل من السوق النقدي | المبحث الثالث |
| 90 | تطور وتعريف السوق النقدي | المطلب الأول |
| 92 | مؤسسات السوق النقدي | المطلب الثاني |
| 97 | أدوات السوق النقدي | المطلب الثالث |
| 103 | جودة سيولة السوق المالي كدافع للتمويل من سوق رأس المال | المبحث الرابع |
| 104 | التمويل بواسطة الأسهم | المطلب الأول |
| 112 | التمويل عن طريق السندات | المطلب الثاني |
| 117 | التمويل عن طريق الأدوات المشتقة | المطلب الثالث |
| 123 | | خلاصة الفصل |
| -124 | دراسة قياسية لتأثير سيولة الأسواق المالية على القرارات التمويلية في | الفصل الثالث |
| 172 | المؤسسات الصناعية المدرجة ببورصة عمان | |
| 125 | | تمهيد |
| 126 | الإطار التحليلي والقياسي المتبع في الدراسة | المبحث الأول |
| 126 | مدخل نظري للتحليل عن طريق المركبات الأساسية | المطلب الأول |

| | | |
|------|--|---------------|
| 129 | مدخل نظري لبيانات البائل | المطلب الثاني |
| 138 | مجتمع وعينة الدراسة | المطلب الثالث |
| 142 | دراسة وصفية لمتغيرات الدراسة باستخدام طريقة ACP | المبحث الثاني |
| 142 | شروط اختبار التحليل بالمركبات الأساسية | المطلب الأول |
| 143 | الإحصاء الوصفي للمتغيرات المدرجة في التحليل العاملي | المطلب الثاني |
| 147 | نتائج تحليل المركبات الأساسية ACP | المطلب الثالث |
| 151 | دراسة قياسية لتأثير سيولة الأسواق المالية على القرارات التمويلية | المبحث الثالث |
| 151 | قياس تأثير سيولة الأسواق المالية على إصدارات الأسهم العادية | المطلب الأول |
| 156 | قياس تأثير سيولة الأسواق المالية على القروض طويلة الأجل | المطلب الثاني |
| 163 | قياس تأثير سيولة الأسواق المالية على الأرباح المحتجزة | المطلب الثالث |
| 171 | | خلاصة الفصل |
| -172 | | خاتمة |
| 177 | | |
| 178 | | قائمة المراجع |
| 193 | | قائمة الملاحق |

قائمة الجداول ، الأشكال والملحق

قائمة الجداول

| الصفحة | العنوان | رقم الجدول |
|--------|--|------------|
| ك | أوجه التشابه والاختلاف بين دراستنا والدراسات السابقة | 1 |
| 40 | أبعاد سيولة السوق المالي | 2 |
| 111 | المقارنة بين الأسهم العادية والممتازة كطريقة من طرق التمويل | 3 |
| 119 | أنواع الخيارات على أساس الربحية | 4 |
| 127 | جدول معطيات المركبات الأساسية | 5 |
| 130 | بيانات سلاسل زمنية مقطعية مجمعة : بيانات اقتصادية لبعض الدول | 6 |
| 140 | جدول متغيرات الدراسة | 7 |
| 142 | اختبار كايزر - ماير-أوكلن (Oklin-Meyer-Kaiser) | 8 |
| 143 | اختبار بارتليت لنموذج الدراسة | 9 |
| 143 | تحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة | 10 |
| 145 | مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة | 11 |
| 147 | القيم الذاتية ونسب الكثافة | 12 |
| 149 | إحداثيات المتغيرات على المعلم (F1 F2) | 13 |
| 152 | معايير جودة التوفيق | 14 |
| 152 | اختبارات المعنوية الكلية للنموذج | 15 |
| 153 | اختبار هوزمر - ليمشو HL | 16 |
| 153 | جودة التصنيف | 17 |
| 154 | التقييم الجزئي ونتائج تقدير معاملات النموذج | 18 |
| 154 | معاملات اللوجت ونسب الرجحان للمتغيرات | 19 |
| 156 | نتائج تقدير نماذج بانل للقروض طويلة الأجل | 20 |
| 157 | نتائج اختبارات تحديد نموذج للقروض طويلة الأجل | 21 |
| 158 | تقييم نموذج ذو الآثار الثابتة للقروض طويلة الأجل | 22 |
| 159 | اختبارات تشخيص نموذج ذو الآثار الثابتة للقروض طويلة الأجل | 23 |
| 160 | نتائج تقدير النموذج المصحح للقروض طويلة الأجل | 24 |
| 162 | الحد الثابت لنموذج القروض طويلة الأجل | 25 |
| 164 | نتائج تقدير نماذج بانل للأرباح المحتجزة | 26 |
| 165 | نتائج اختبارات تحديد نموذج الأرباح المحتجزة | 27 |
| 165 | تقييم نموذج ذو الآثار الثابتة للأرباح المحتجزة | 28 |
| 167 | اختبارات تشخيص نموذج ذو الآثار الثابتة للأرباح المحتجزة | 29 |

| | | |
|-----|---|----|
| 168 | نتائج تقدير النموذج المصحح للأرباح المحتجزة | 30 |
| 170 | الحد الثابت لنموذج الأرباح المحتجزة | 31 |

قائمة الأشكال

| رقم الصفحة | عنوان الشكل | الرقم |
|------------|---|-------|
| هـ | متغيرات نموذج الدراسة للتمويل عن طريق الأسهم العادية | 1 |
| و | متغيرات نموذج الدراسة للتمويل عن طريق قروض طويلة الأجل | 2 |
| و | متغيرات نموذج الدراسة للتمويل عن طريق الأرباح المحتجزة | 3 |
| 7 | تدفق الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز من خلال السوق المالي بطريقة التمويل المباشر وطريقة التمويل غير مباشر | 4 |
| 12 | تقسيمات السوق المالي | 5 |
| 25 | التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية | 6 |
| 66 | خطوات عملية صنع القرار | 7 |
| 72 | تدفقات الأموال من إلى المؤسسة | 8 |
| 85 | الطريقة البيانية لنقطة التعادل التمويلي | 9 |
| 96 | رسم تخطيطي لسير عملية العمل داخل صناديق الاستثمار | 10 |
| 97 | آلية عمل مؤسسات رأس المال المخاطر | 11 |
| 118 | رسم تخطيطي لأنواع الخيارات | 12 |
| 136 | مناطق القبول والرفض لاختبار ديرين-واتسون | 13 |
| 148 | التمثيل البياني للقيم الذاتية | 14 |
| 150 | التمثيل البياني للمتغيرات الدراسة | 15 |
| 153 | منحنى خاصية تشغيل ROC | 16 |

قائمة الملاحق

| رقم الملحق | عنوان الملحق | الصفحة |
|------------|--|--------|
| 01 | نموذج الانحدار التجميعي لإصدارات الأسهم العادية | 194 |
| 02 | نموذج الأثار الثابتة لإصدارات الأسهم العادية | 194 |
| 03 | نموذج الأثار العشوائية لإصدارات الأسهم العادية | 195 |
| 04 | اختبار فيشر المقيد لإصدارات الأسهم العادية | 195 |
| 05 | اختبار مضاعف لاغرينج لإصدارات الأسهم العادية | 196 |
| 06 | اختبار هوسمان لإصدارات الأسهم العادية | 196 |
| 07 | معايير جودة التوفيق | 196 |
| 08 | معايير جودة التوفيق اختبارات المعنوية الكلية للنموذج | 197 |
| 09 | اختبار هوزمر - ليمشو HL | 197 |
| 10 | جودة التصنيف | 197 |
| 11 | التقييم الجزئي ونتائج تقدير معاملات النموذج | 197 |
| 12 | معاملات اللوجت ونسب الرجحان للمتغيرات | 198 |
| 13 | نموذج الانحدار التجميعي للقروض طويلة الأجل | 198 |
| 14 | نموذج الأثار الثابتة للقروض طويلة الأجل | 199 |
| 15 | نموذج الأثار العشوائية للقروض طويلة الأجل | 200 |
| 16 | اختبار فيشر المقيد للقروض طويلة الأجل | 200 |
| 17 | اختبار مضاعف لاغرينج للقروض طويلة الأجل | 201 |
| 18 | اختبار هوسمان للقروض طويلة الأجل | 201 |
| 19 | اختبار ارتباط المقاطع للأخطاء للقروض طويلة الأجل | 201 |
| 20 | اختبار نسبة المعقولة للقروض طويلة الأجل | 202 |
| 21 | النموذج المصحح للقروض طويلة الأجل | 202 |
| 22 | اختبار وولد المعدل للقروض طويلة الأجل | 203 |
| 23 | الحد الثابت لنموذج القروض طويلة الأجل | 203 |
| 24 | تقدير نموذج الانحدار التجميعي للأرباح المحتجزة | 204 |
| 25 | نموذج الأثار الثابتة للأرباح المحتجزة | 204 |
| 26 | نموذج الأثر العشوائي للأرباح المحتجزة | 205 |
| 27 | اختبار فيشر المقيد للأرباح المحتجزة | 205 |
| 28 | اختبار مضاعف لاغرونج المقيد للأرباح المحتجزة | 206 |
| 29 | اختبار هوسمان المقيد للأرباح المحتجزة | 206 |
| 30 | اختبار ارتباط المقاطع للأخطاء للأرباح المحتجزة | 207 |
| 31 | اختبار نسبة المعقولة للأرباح المحتجزة | 207 |

| | | |
|-----|-------------------------------------|----|
| 207 | نموذج المعدل للأرباح المحتجزة | 32 |
| 208 | اختبار ولد المعدل للأرباح المحتجزة | 33 |
| 208 | الحد الثابت لنموذج الأرباح المحتجزة | 34 |

مقدمة

أولاً: تمهيد

يعتبر قرار التمويل الركيزة الأساسية في بنية القرارات المالية للمؤسسات الاقتصادية، وهو الجسر الذي يربط احتياجات المؤسسة للتمويل والموارد المتاحة، وعليه فالمدير المالي يسعى لإيجاد سياسة تمويلية متكاملة ومتناسقة مع الأهداف المسطرة التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، وذلك من خلال الحصول على الأموال من مصادر تمويلية متعددة في وقت قصير وبأقل التكاليف، وبالتالي الحصول على مزيج تمويلي أمثل يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة والذي ينعكس على أسعار أسهمها في السوق المالي.

إذ تلجأ المؤسسة الاقتصادية إلى تنويع مصادر التمويل ما بين مصادر التمويل الداخلية كالأرباح المحتجزة ومصادر التمويل الخارجية مثل الاقتراض من المؤسسات المالية أو اللجوء إلى الأسواق المالية، في هذه الأخيرة تقوم المؤسسات الاقتصادية بإصدار أدوات مالية من أجل الحصول على الأموال الكافية. وهذا يتطلب كفاءة وسيولة عالية في هذه الأسواق، حيث كلما زادت حركة ونشاط الأسواق المالية، زادت سرعة تداول الأسهم في الأسواق المالية وبالتالي إمكانية الحصول على التمويل المناسب.

يمكن التعبير عن السيولة العالية في الأسواق المالية باسم الأسواق المالية السائلة وهي تلك الأسواق المالية النشطة التي يتم فيها تداول عدد كبير من الأدوات المالية في مدة زمنية قصيرة، أي وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين لهذه الأدوات، وبالتالي فقيام المؤسسات بعرض أسهمها للتداول لأول مرة تكون هناك عمليات شراء كبيرة لهذه الأسهم، وكذلك بالنسبة للتخلص من الأسهم حيث يمكن تحويل هذه الأسهم إلى نقد بسرعة في هذه الأسواق.

وتعتبر سيولة الأسواق المالية ذات أهمية بالغة لدى المدير المالي لاتخاذ قراراته التمويلية، وتأسيساً على ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية كما يلي:

ما مدى تأثير سيولة الأسواق المالية على القرارات التمويلية في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2009 إلى 2020؟

ويندرج تحت التساؤل الرئيسي مجموعة من الأسئلة الفرعية التي سنحاول الإجابة عنها من خلال الإطار النظري والتطبيقي لهذا البحث:

- ما هو أثر سيولة الأسواق المالية على قيمة التمويل بإصدارات الأسهم العادية في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؟
- ما هو أثر سيولة الأسواق المالية على قيمة التمويل بالقروض طويلة الأجل في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؟
- ما هو أثر سيولة الأسواق المالية على حجم التمويل بالأرباح المحتجزة في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؟

ثانيا: فرضيات الدراسة

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة يمكن بناء ثلاث فرضيات بناء على النماذج المستخدمة والتي نعمل على اختبارها من خلال تحليل النموذج القياسي:

1. **الفرضية الأولى:** ارتفاع سيولة السوق المالي يؤدي إلى توجه المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للتمويل عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة.
2. **الفرضية الثانية:** انخفاض سيولة السوق المالي يؤدي إلى توجه المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للتمويل عن طريق قروض طويلة الأجل.
3. **الفرضية الثالثة:** انخفاض سيولة السوق المالي يؤدي إلى توجه المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للتمويل عن طريق الأرباح المحتجزة.

ثالثا: أهداف البحث

تهدف الدراسة من جهة إلى معرفة درجة سيولة الأسواق المالية التي من خلالها يتم تحديد القرار التمويلي في المؤسسات الصناعية، أو بمعنى آخر تحديد الاتجاه الذي يجب أن تسلكه المؤسسات لتمويل احتياجاتها المالية، إضافة إلى معرفة أهمية الأسواق المالية السائلة وتأثيرها على القرار التمويلي، وكذا أبعادها والمقاييس التي تقاس بها، ومعرفة حالة السوق للتوجه نحو اقتصاديات الاستدانة أو اقتصاديات رأس المال، ومن جهة ثانية تهدف إلى:

- معرفة أثر سيولة الأسواق المالية على قيمة التمويل بواسطة إصدارات أسهم عادية جديدة في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؛
- معرفة أثر سيولة الأسواق المالية على قيمة التمويل بالقروض طويلة الأجل في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان؛
- معرفة أثر سيولة الأسواق المالية على قيمة الأرباح المحتجزة في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان.

رابعا: أهمية البحث

تكمن أهمية البحث في معرفة العلاقة التأثيرية بين سيولة الأسواق المالية والقرارات التمويلية في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان من خلال تقديم رؤية واضحة حول الاتجاه الذي تسلكه المؤسسات الصناعية لتمويل احتياجاتها التمويلية سواء من خلال الاستدانة أو الاعتماد على الأسواق المالية، وتكمن أهمية الدراسة أيضا في إثراء الرصيد المكتبي بالبحوث الحديثة وخاصة المتعلقة بسيولة الأسواق المالية، تجربة جيدة لتأثير درجة سيولة الأسواق المالية على القرارات التمويلية في المؤسسات الصناعية في بورصة عمان، يمكن استخدام نتائجها في اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسات داخل بورصة عمان من خلال القيام بدراسة ميدانية للنتائج التي تم التوصل إليها، والقيام بإسقاط هذه الدراسة على بورصات أخرى.

أو المستثمرين الذين يريدون الدخول إلى الاستثمار في بورصة عمان، والمؤسسات الجديدة التي تريد الانضمام للبورصة.

خامسا: منهج الدراسة

إن طبيعة البحث في هذا الموضوع ومن أجل الإجابة على الإشكالية تم الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي من خلال التطرق إلى الإطار النظري لكل من سيولة الأسواق المالية والقرار التمويلي وإظهار العلاقة بينهما، أما بالنسبة للعلاقة التأثيرية بين المتغيرين تم استخدام المنهج التجريبي لمعرفة أثر سيولة الأسواق المالية على القرارات التمويلية للمؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان وذلك عن طريق دراسة قياسية باستخدام البيانات المستخرجة من موقع البورصة.

سادسا: أسباب اختيار الموضوع

يعود اختيارنا لهذا الموضوع لعدة اعتبارات ذاتية وموضوعية سنحاول تقديمها فيما يلي:

1. **الاعتبارات الذاتية:** تتمثل في:
 - الميول الشخصي لمثل هذه المواضيع في الاكتشاف في خبايا هذا الموضوع؛
 - الرغبة في اختبار واقع سيولة الأسواق المالية وتأثيرها على القرار التمويلي وذلك من خلال التطبيق على المؤسسات الصناعية في بورصة الأردن.
2. **الاعتبارات الموضوعية:** لاختيار البحث فتتمثل فيما يلي:
 - قلة المراجع المتعلقة بالموضوع، وخاصة وجود نقص في الأدبيات النظرية التي تعالج موضوع سيولة الأسواق المالية؛
 - تماشي موضوع البحث مع موضوع التخصص.

سابعا: صعوبات البحث

- صعوبة الحصول على الدراسات السابقة نظرا لحدثة الموضوع؛
- نقص المؤلفات العلمية الحديثة حول موضوع سيولة السوق المالي؛
- صعوبة الدراسة القياسية لاحتوائها على قيم صفرية وخاصة إصدارات الأسهم العادية.

ثامنا: حدود البحث

1. **حدود مكانية:** تتمثل في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان التي كان عددها 30 مؤسسة مع استبعاد بعض المؤسسات لأنها لم تبدأ العمل حتى بعد عام 2011 أو أنهت أعمالها قبل 2022.
2. **حدود الزمانية:** تغطي الفترة السنوية من 2011 إلى غاية 2022 أي الفترة الزمنية للدراسة هي (T=12).

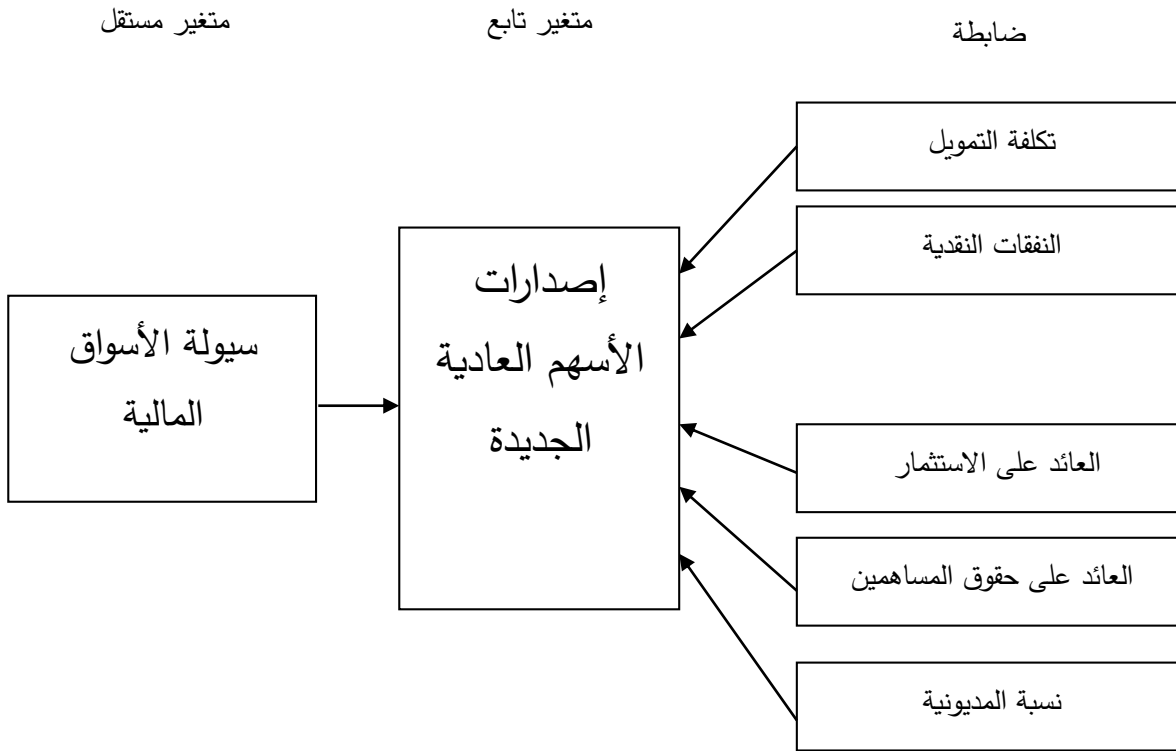
تاسعا: نموذج الدراسة

حسب ما تم التطرق إليه في الجانب النظري عن القرار التمويلي الذي ينقسم إلى ثلاث عناصر وسيولة الأسواق المالية، وأضفنا متغيرات ضابطة من أجل زيادة في قوة النتائج، وبالتالي فإننا سنقوم ببناء ثلاث نماذج حسب متغيرات الدراسة والمتمثلة في:

- **متغير التابع:** يتمثل المتغير التابع في القرار التمويلي والذي ينقسم إلى ثلاث عناصر (إصدارات الجديدة للأسهم العادية، التمويل بالقروض طويلة الأجل، التمويل بالأرباح المحتجزة).
- **المتغير المستقل:** سيولة الأسواق المالية.
- **المتغيرات الضابطة:** وهي متغيرات مساعدة على الدراسة (تكلفة التمويل، التدفقات النقدية، العائد على حقوق المساهمين، العائد على الاستثمار ونسبة المديونية).

النموذج الأول: التمويل عن طريق إصدارات الأسهم العادية الجديدة

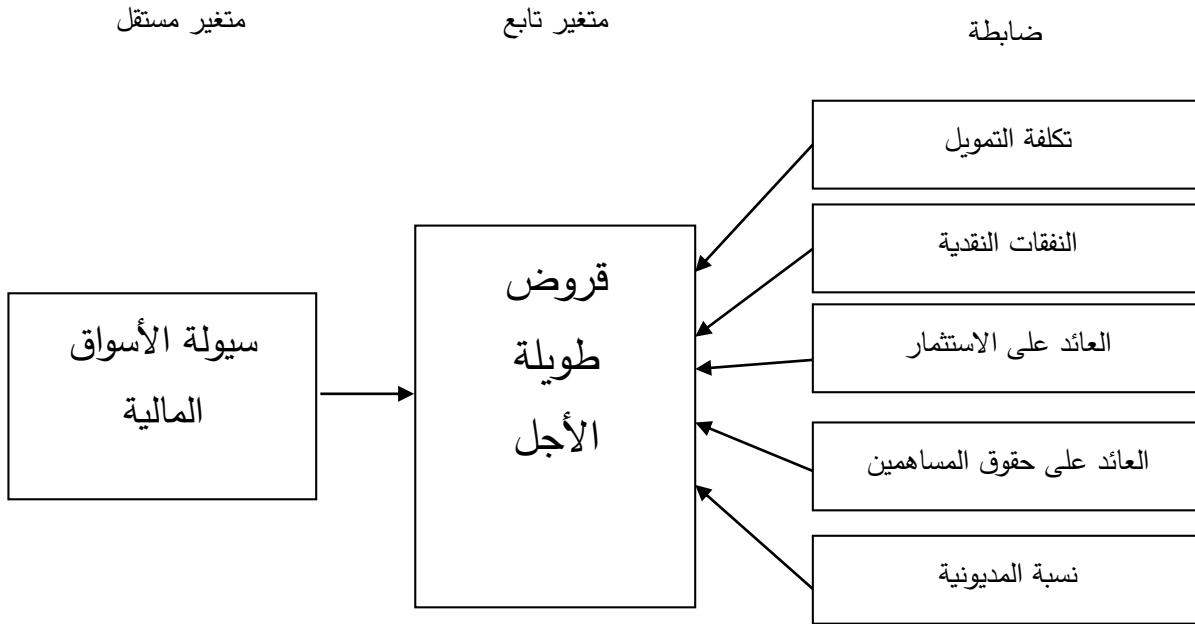
رقم (01): يمثل متغيرات نموذج الدراسة للتمويل عن طريق إصدارات الأسهم العادية الجديدة



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على متغيرات الدراسة

النموذج الثاني: التمويل عن طريق القروض طويلة الأجل:

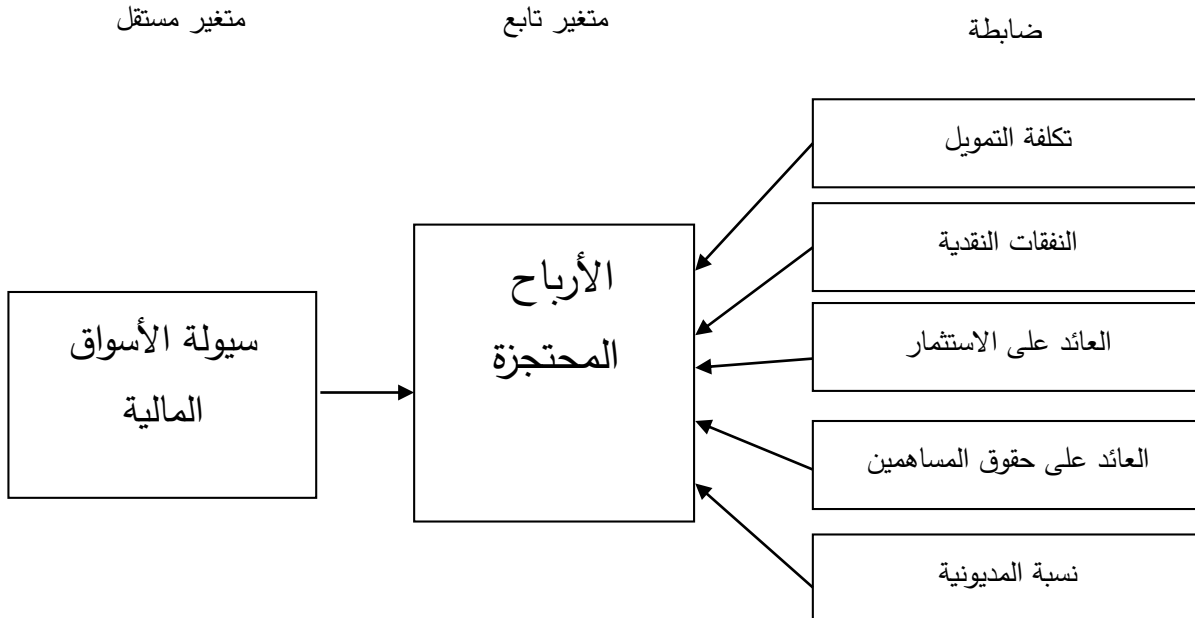
الشكل رقم (02): يمثل متغيرات نموذج الدراسة للتمويل عن طريق قروض طويلة الأجل



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على متغيرات الدراسة

النموذج الثالث: التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة

الشكل رقم (03): يمثل متغيرات نموذج الدراسة للتمويل عن الأرباح المحتجزة



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على متغيرات الدراسة

عاشرا: هيكل البحث

لمعالجة هذا البحث وعلى ضوء المنهجية المتبعة سنقسم البحث إلى ثلاث فصول بالإضافة إلى مقدمة وخاتمة.

فالمقدمة تربط سيولة الأسواق المالية مع القرارات التمويلي في المؤسسات وكذا إشكالية البحث فرضياته.

الفصل الأول: نتطرق في هذا الفصل إلى الجوانب النظرية للأسواق المالية من تطور مفهومها وأنواع الأسواق المالية وأهداف السوق المالي، وكفاءة أسواق رأس المال ومفهوم ومتطلبات أو شروط كفاءة في سوق رأس المال وأشكال فرضية السوق الكفاء وخصائص السوق الكفاء، مفهوم سيولة الأسواق المالية حيث تم إدراج ماهية السيولة وسيولة الأسواق المالية وتكاليف ضعف سيولة الأسواق المالية وأخيرا مقاييس قياس سيولة الأسواق المالية والتي تركز على التكاليف المعاملات والسعر والحجم وأثار السوق.

الفصل الثاني: نتطرق في هذا الفصل إلى مفهوم القرار التمويلي من خلال ماهية اتخاذ القرار تم القرار التمويلي والأدوات المستخدمة في اتخاذ قرار التمويل، محددات القرار التمويلي سواء كانت كمية أو كيفية أو محددات أخرى، ضعف سيولة السوق المالي والتمويل من السوق النقدي وذلك من خلال معرفة السوق النقدي ومؤسساته وأدواته التمويلية ثم جودة سيولة السوق المالي والتمويل من سوق رأس المال وأهم الأدوات.

الفصل الثالث: نتطرق إلى الجانب التطبيقي حول درجة سيولة الأسواق المالية والقرارات التمويلية في المؤسسات الاقتصادية، من خلال إجراء دراسة تحليلية وقياسية باستخدام بيانات البانل لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان، حيث تطرقنا في إلى الإطار النظري لكل من التحليلي المتبع تعريف طريقة المركبات الأساسية، والقياسي المتبع في التحليل وذلك من خلال تعريف بيانات بانل والنماذج الأساسية لتحليل بيانات البانل الساكن أساليب اختيار النموذج الملائم لبيانات البانل الساكن، وكذا منهجية الدراسة من خلال معرفة نشأة بورصة عمان ثم مجتمع وعينة الدراسة ووصف متغيرات الدراسة، وفي الأخير تم تطبيق النموذج القياسي على البيانات المالية المتحصل عليها من المؤسسات الصناعية في بورصة عمان وذلك عن طريق ثلاث نماذج للدراسة نموذج متعلق بقيمة إصدارات الجديدة الأسهم العادية والثاني بقروض طويلة الأجل والثالث بالأرباح المحتجزة، ثم تم استخراج النتائج وعرضها والإجابة على فرضيات الدراسة.

وفي الأخير سندرج خاتمة تتضمن ما تم التطرق إليه في الجانب النظري والتطبيقي في البحث بالإضافة إلى أهم النتائج المتحصل عليها والآفاق المستقبلية للبحث.

الحادي عشر: الدراسات السابقة

1. الدراسات باللغة العربية

الدراسة الأولى: إيمان عبد المطلب حسين المولى (2011).

بعنوان مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، مقال في مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 07، العدد 23، وهدف هذا المقال إلى تحديد مؤشرات لقياس سيولة الأسواق المالية المتمثلة في (القيمة السوقية إلى الناتج الإجمالي المحلي، قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل الدوران)، واختبار علاقة هذه المؤشرات مع النمو الاقتصادي المتمثل بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وكانت عينته الدراسة عبارة عن مجموعة من أسواق الأوراق المالية العربية ولفترة ممتدة من 1994 إلى 2007 واستخدمت صندوق النقد العربي لجمع البيانات ومن أجل اختبار العلاقة تم الاعتماد على الانحدار الخطي البسيط، وكان من أبرز نتائجها في دراستها القياسية أن السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية لا تمارس تأثير معنويًا في النمو الاقتصادي للدول محل الدراسة.

الدراسة الثانية: دراسة راهم لخديري (2018).

بعنوان: العلاقة بين سيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية، مقال في مجلة حوليات قالمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 23، وهدف هذا المقال إلى معرفة العلاقة بين السيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية من خلال دراسة تأثير السيولة على الكفاءة، وكانت عينته الدراسة عبارة عن بيانات التداول ببورصة الجزائر خلال شهر جانفي 2018، ومن أجل اختبار العلاقة تم الاعتماد على تحليل جدول بيانات التداول وكذا عرض تحليل للجزء النظري في مقال، وكان من أبرز نتائجها هذه الدراسة أن تصرفات فريق الضوضاء هي التي تساهم في تحقيق التوازن بين السيولة والكفاءة، غير أن تصرفات فريق المعلومات توضح أن هناك علاقة عكسية بين السيولة والكفاءة.

الدراسة الثالثة: مخلخل زوينة (2020).

بعنوان: مساهمة نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات التمويلية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب - بسكرة-، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، وهدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على دور نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات التمويلية بالمؤسسة الاقتصادية، حيث تم الاعتماد على في هذه الدراسة على مؤسسة المطاحن الكبرى - بسكرة- خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2016، وخلصت الدراسة إلى أن عملية التحليل المالي للقوائم المالية للمؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب

ببكرة تساعد المسير المالي في الحكم على الوضعية المالية للمؤسسة واكتشاف نقاط القوة والضعف في تركيبة هيكلها التمويلي من خلال دراسة المؤشرات المالية، ومن ثم اتخاذ القرار التمويلي المناسب.

الدراسة الرابعة: دراسة حيدر يونس الموسوي، آيات صالح الحلاوي(2020).

بعنوان: تأثير الاستثمار الأجنبي على سيولة الأسواق المالية- دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2016)، مقال في المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 16، العدد 64، وهدف هذا المقال إلى قياس العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وسيولة السوق المالي وقياس تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سيولة الأسواق المالية وذلك من خلال استخدام التقارير المعلنة لسوق العراق للأوراق المالية والخاصة بمؤشرات التداول الخاصة بالسوق وبيانات من التقرير الاقتصادي الموحد، واستخدام تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر كمتغير مستقل وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة كمتغير تابع، وتم الاعتماد على برنامج SPSS لتحليل البيانات واستخراج النتائج، حيث تم التوصل إلى النتائج التالية: أن هناك علاقة ارتباط بين الاستثمار الأجنبي المباشر وغير مباشر مع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية، وكذا هناك تأثير بين للاستثمار الأجنبي المباشر على مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية، ووجود تأثيرات ذات دلالة معنوية للاستثمار الأجنبي غير المباشر في مؤشرات سيولة سوق العراق للأوراق المالية.

الدراسة الخامسة: جمعي محمد صالح(2021)

بعنوان: قرار التمويل وتأثيره على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة مجمع صيدال (2015-2020)، مقال في مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 06، العدد 02، وهدف هذا المقال إلى تحليل قرار التمويل من خلال مكونات الهيكل المالي المتمثلة في نسبة الرفع المالي وتحسب بإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة وتأثير هذه الأخيرة على الأداء المالي محسوباً بواسطة نسب التمويل ونسب السيولة ونسب المردودية، وتم الاعتماد على مجمع صيدال من الفترة الممتدة من (2015 إلى 2020)، وخلصت الدراسة إلى أنه هناك علاقة طردية بين نسبة الرفع المالي ونسب التمويل ونسب السيولة، وأنه لا يوجد علاقة بين نسبة الهيكل المالي وكل من مردودية الأصول، المردودية المالية والمردودية التجارية.

2. الدراسات باللغة الأجنبية

الدراسة الأولى: (2018) Andreas R , and other ؛ بعنوان:

What are the real effects of financial market liquidity ? Evidence on bank lending from the euro area, Deutsche Bundesbank, N 34.

وهو عبارة عن مقال، وهدف هذا المقال إلى معرفة تأثير سيولة الاسواق المالية على اقتراض البنوك في منطقة اليورو، وتم استخدام بيانات على مستوى البنك وعلى مستوى الاقتصاد الكلي، وتم استخدام سيولة الأسواق المالية كمتغير مستقل واستخدمت متغيرات مختلفة لحساب سيولة الأسواق المالية: مؤشرات سيولة المالية للبنوك، ومؤشرات السيولة المالية للأسواق المالية، ومؤشرات اقتصادية أخرى، اما المتغير التابع فتم الاعتماد على نمو القروض وانتشار الائتمان، وبعد الاعتماد على نموذج الانحدار خلصت الدراسة إلى أن تأثير مؤشرات السيولة المالية للبنوك ايجابي ومعنوي على نمو القروض، وسلبى ومعنوي على انتشار الائتمان، أما تأثير السيولة لمالية للأسواق المالية كانت لها تأثير إيجابي ومعنوي على نمو القروض، لكن لم يكن لها تأثير على انتشار الائتمان، أما فيما يخص المؤشرات الاقتصادية الأخرى كانت لها تأثير معنوي على نمو القروض وانتشار الائتمان.

الدراسة الثانية: (2020) Godfrey Marozva ؛ بعنوان:

Stock Market Liquidity and Monetary Policy International journal of economics and business administration, V11.

وهو عبارة عن مقال، وهدف هذا المقال إلى البحث عن العلاقة الحتمية بين السياسة النقدية وسيولة سوق الأوراق المالية في جنوب إفريقيا، تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية لدراسة العلاقة بين مؤشرات بورصة Johannesburg ومقاييس السيولة المختارة خلال الفترة من 2002 إلى 2019. وكانت مقاييس السيولة المختارة متعددة الأبعاد، أظهرت النتائج أن السيولة تعتمد على تعديلات السياسة النقدية، أي اعتمادها على التغيرات التي تحدث على سعر الفائدة المرجعي في جنوب إفريقيا، حيث وجدت هناك علاقة سلبية بين المتغيرين.

عد تحليل مختلف الدراسات السابقة يتبين لنا بأنها تناولت موضوع سيولة الأسواق المالية والذي كان مرة عاملاً مؤثراً ومرة أخرى عاملاً متأثراً، كما تناولت موضوع القرار التمويلي والذي كان بدوره عاملاً مؤثراً تارةً وعاملاً متأثراً تارةً أخرى، إلا أنه وبالرغم من وجود هذه الدراسات التي تناولت أحد المتغيرين إلا أنه وفي حدود اطلاعنا لا توجد دراسة تناولت العلاقة بين المتغيرين، ونحاول من خلال الجدول الآتي تبيان مختلف أوجه التشابه والاختلاف بين دراستنا الحالية والدراسات السابقة:

الجدول رقم(01): أوجه التشابه والاختلاف بين دراستنا والدراسات السابقة

| أوجه الاختلاف | أوجه التشابه | الدراسة |
|---|---|---|
| <p>- كانت أوجه الاختلاف بين دراستنا وهذه الدراسة في المتغير التابع، حيث تم الاعتماد على دراسة مقاييس السيولة في سوق الأوراق المالية في حين كانت هذه جزء من دراستنا، لأننا تحدثنا على السيولة بصفة عامة.</p> <p>- ففي هذه الدراسة تمت معرفة تأثير سيولة الأسواق المالية على كفاءة سوق الأوراق المالية، أما دراستنا فكانت عن تأثير سيولة السوق المالية على القرار التمويلي.</p> | <p>- كانت أوجه التشابه بين دراستنا وهذه الدراسة المتغير سيولة الأسواق المالية كمتغير مستقل.</p> | إيمان عبد المطلب حسين المولى (2011) |
| <p>- كانت أوجه الاختلاف بين دراستنا وهذه الدراسة في المتغير التابع، ففي هذه الدراسة تمت معرفة تأثير سيولة الأسواق المالية على كفاءة سوق الأوراق المالية، أما دراستنا فكانت عن تأثير سيولة السوق المالية على القرار التمويلي.</p> <p>- أما الاختلاف الآخر فكانت في البورصة المعتمدة في هذه الدراسة بورصة الجزائر، أما البورصة المعتمدة في دراستنا بورصة عمان.</p> | <p>- كانت أوجه التشابه بين دراستنا وهذه الدراسة في المتغير المستقل في الدراسة سيولة الأسواق المالية.</p> <p>- تم الاعتماد في هذه الدراسة ودراستنا على بيانات البورصة.</p> | راهم لخذييري (2018) |
| <p>- أما أوجه الاختلاف فكانت في المتغير المستقل الأولى نظام المعلومات المحاسبية، أما دراستنا فكانت سيولة السوق المالي.</p> <p>- الاختلاف الثاني في محل عينة الدراسة ففي هذه الدراسة تم الاعتماد على مؤسسة واحدة محطة المطاحن الكبرى للجنوب، أما في دراستنا فكانت مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان.</p> | <p>- كانت أوجه التشابه بين دراستنا وهذه الدراسة في المتغير التابع في الدراسة قرارات التمويل</p> | مخلخل زوبينة (2020) |
| <p>- إن من أوجه الاختلاف بين هذه الدراسة ودراستنا الحالية، في أولاً اتخاذ سيولة الأسواق المالية كمتغير تابع ودراستنا تم اعتماده كمتغير مستقل، واستخدام الاستثمار الأجنبي كمتغير مستقل.</p> <p>- أما الاختلاف الآخر فكانت في البورصة المعتمدة في هذه الدراسة بورصة العراق، أما البورصة المعتمدة في دراستنا بورصة عمان.</p> | <p>- كانت أوجه التشابه بين دراستنا وهذه الدراسة دراسة المتغير سيولة الأسواق المالية.</p> <p>- تم الاعتماد في هذه الدراسة ودراستنا على بيانات البورصة.</p> | حيدر يونس الموسوي، آيات صالح الحلاوي (2020) |

| | | |
|---|--|--|
| <p>- إن من أوجه الاختلاف بين هذه الدراسة ودراستنا الحالية، في أولاً اتخاذ القرار كمتغير مستقل ودراستنا تم اعتماده كمتغير تابع، أما في يخص الاختلاف الثاني فقد تم دراسة تأثير متغير قرار التمويل على الأداء المالي، وهذا ما لم يكن في دراستنا.</p> | <p>- إن أوجه التشابه بين هذه الدراسة ودراستنا الحالية في المتغير قرار التمويل فالاثنين تم فيهما تفصيل في قرار التمويلي.</p> | <p>جمعي محمد صالح (2021)</p> |
| <p>أن أو الاختلاف بين الدراسة ودراستنا في أن سيولة الأسواق المالية تم الاعتماد على معيارين سيولة المالية للبنوك وسيولة الأسواق المالية، أما فيما يخص قرار التمويل فتم اخذ جزء الاقتراض من البنوك والائتمان الذي ليس موجود في دراستنا.</p> | <p>كانت أوجه التشابه بين دراستنا وهذه الدراسة المتغير سيولة الأسواق المالية كمتغير مستقل، واستخدام المتغير التابع جزء من قرارات التمويل ألا وهو الاقتراض من البنوك</p> | <p>Andreas R, and other (2018)</p> |
| <p>- إن أوجه الإخلاف بين دراستنا ودراسة الحالية هو العلاقة بين السياسة النقدية وسيولة الأوراق المالية. في حين دراستنا تدرس العلاقة بين سيولة الأسواق المالية وتأثيرها على القرارات التمويلية.</p> | <p>- كانت أوجه التشابه بين دراستنا وهذه الدراسة دراسة المتغير سيولة الأسواق المالية. - تم الاعتماد في هذه الدراسة ودراستنا على بيانات البورصة</p> | <p>Godfrey Marozva (2020)</p> |

المصدر: من إعداد الطالبة

الفصل الأول: سيولة الأسواق المالية

تمهيد

تؤدي الأسواق المالية دور هام في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وفئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط مناسبة، وفي أسواق مالية كفؤة، حيث تعتبر كفاءة الأسواق المالية هي السمة الضرورية لبقائها واستمرارها، إذ تختلف درجة كفاءة الأسواق حسب اختلاف المعلومات المتاحة عن أرباح المؤسسات وعلى المخاطر التي تتعرض لها، فإذا حدثت تغيرات سعرية دون أن يكون لها مبرر فإن سمة الانتظام والأدوات المتاحة لضبط حركة الأسعار كفيلة بإعادة التوازن وتحقيق السيولة التي تعتبر من مقومات السوق الجيدة.

إن السيولة كانت دائماً موضع اهتمام جميع المساهمين والأعضاء في الأسواق المالية، ويعود السبب وراء ذلك إلى التعقيدات التي يتصف بها موضوع سيولة الأسواق المالية، كون السيولة هي شريان الحياة في الأسواق المالية وأساس سهولة تنفيذ العمليات في الأسواق الجيدة، وبالتالي فإن تآكل السيولة في سوق مالي ما قد يخلف الاضطرابات التي قد تنتقل بشكل تلقائي بين الأسواق المالية حول العالم.

ويمكن تقسيم هذا الفصل إلى أربع مباحث:

المبحث الأول: الجوانب النظرية للأسواق المالية؛

المبحث الثاني: كفاءة أسواق رأس المال؛

المبحث الثالث: مفهوم سيولة الأسواق المالية؛

المبحث الرابع: مقاييس سيولة السوق المالية.

المبحث الأول: الجوانب النظرية للأسواق المالية

تهدف الأنظمة الاقتصادية المعاصرة لتمويل احتياجاتها المتزايدة لخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية في مؤسساتها سواء العامة أو الخاصة عن طريق التوجه نحو البحث وتجميع الأرصدة النقدية اللازمة لتمويل أنشطتها وهو ما يعكس مدى تشعب الأسواق المالية وتشابكها مع مختلف الأنشطة داخل النظام الاقتصادي.

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية

سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى الأسواق المالية بداية من تطور مفهومها والأبعاد المرتبطة بهذه الجوانب.

أولاً: تطور مفهوم الأسواق المالية

يشير التاريخ الاقتصادي أن الفكرة الأساسية لوجود الأسواق قد جاءت من الاحتياج الكبير الذي تزامن مع كبر حجم أسواق إنتاج السلع والخدمات، وما يستوجب ذلك من تقسيم العمل والتخصيص الأمثل للموارد، الأمر الذي ينعكس على المعاملات المالية وأساليب التمويل المختلفة مما أدى إلى وجود أسواق تحتوى هذه الأوراق وتسهل المعاملات فيها، وعلى الرغم من حداثة العهد بالأسواق المالية بالنسبة للأسواق الأخرى المتعارف عليها كسوق الذهب وسوق العقارات والأسواق التجارية، إلا أنها قد تطورت في الآونة الأخيرة تطوراً كبيراً سواء من حيث التنظيم أو الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين، مما أدى إلى انتشار البورصات في جميع أنحاء العالم¹. فمفهوم السوق المالي تطور تبعاً لوظائفه المتجددة حيث مرت فكرة السوق المالي بعدة مراحل نلخصها فيما يلي:²

- **المرحلة الأولى مرحلة قيام الأسواق التقليدية:** تعد نشأة الأسواق منذ الأزل، وكان أول من ساهم في قيامها الرومان واليونان، حيث أنشأ الرومان بكونليجيم ميراتورم وهو مصطلح لاتيني بمعنى كلية التجارة من أجل اجتماع التجار، أما اليونان فقاموا بإنشاء متجر المقايضات في أثينا قبل القرن الخامس للميلاد، وكما لا ننسى العرب قبل الإسلام، فقد كانت لهم رحلتين رحلة الشتاء إلى بلاد اليمن والأخرى في الصيف إلى بلاد الشام؛ وكما جاء في كتاب الله عز وجل (إيلاف قريش إيلافهم رحلة الشتاء والصيف)، أما في المدن الكبرى كبغداد والقيروان وقرطبة فقد كان هناك حي للتجار يدعى بازار يعرض فيه التجار أمتعتهم.
- **المرحلة الثانية مرحلة قيام بورصة البضائع:** تركزت فكرة الأسواق المالية على فكرة تقسيم العمل الذي قدمها آدم سميث، وهذه الأخيرة تعتمد على كبر حجم السوق والذي بدوره يعتد على حجم الانتاج، وما يترتب عليه من إيجاد نوع من التخصص في الانتاج تبعاً للمزايا النسبية؛

¹ محب خله توفيق، تحليل الاستثمار المالي - الأدوات والتمويل والمخاطر، الإطار النظري والتطبيقي -، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2022، ص 43.

² أمين شاكر عبد الخالق، الرفع المالي في أسواق رأس المال والنقد والفوركس -دراسة فقهية اقتصادية مقارنة-، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2021، ص ص 43-47.

ففي بداية كان التبادل يتم مباشرة عن طريق الالتقاء بين البائع والمشتري لكن مع زيادة حجم الانتاج والتبادل، أدى إلى ظهور أسواق متخصصة كأسواق المواد الغذائية، وأسواق الذهب...، وقد نشأت البورصة كمتطلب أساسي نتيجة لانتقال الناس من مرحلة الزراعة إلى مرحلة الصناعة، وكذا نزوحهم إلى المدن وأصبح هناك ازدحام كبير، وأصبح تحصيل كفاية هذه المدن من الأغذية بصورة منظمة أمر صعب، الأمر الذي اقتضى إنشاء سوق كبيرة للإتجار في محاصيل الزراعية، كما نشأ فريق من المتعاملين أطلق عليهم المضاربون، وبالتعاون بين البنوك والتجار تم نشأة عدة بورصات للبضائع في أماكن مختلفة للإتجار بالمحاصيل الزراعية، وتعتبر أول بورصة أنشأت سنة 1304 بورصة باريس.

- **المرحلة الثالثة مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:** بدأت هذه المرحلة في القرن الثالث عشر في فرنسا، فكان هناك يتبادل للكيميالات والسحوبات لإذن، ومن أجل سير العملية أوجد فليب الأشقر مهمة سماسرة الصرف، وفي إنجلترا عام 1688 بدأ تعامل في سندات الائتمان، وكذلك أسهم شركة الهند الشرقية التي كانت من عام 1599. وما ميز هذه المرحلة تطور عملية تبادل الأوراق التجارية وخاصة الكيميالات، في حين أسواق الأسهم والسندات غير موجودة في ذلك الوقت، بينما انتشرت شركات المساهمة وأقبلت كل من المؤسسات والحكومات والأفراد على الاقتراض، وظهرت حركة التعامل مع الصكوك مستمدة من حركة الأوراق التجارية، واستمر التعامل مع الأوراق المالية والأوراق التجارية حتي بعد قيام سوق الأوراق المالية، حيث أن بورصة باريس علم 1724 كانت تتعامل مع سندات بلدية باريس والأوراق المالية والكيميالات.

- **المرحلة الرابعة مرحلة التعامل مع الأوراق المالية في المقاهي وقارعة الطريق:** بعد أن تم التعامل في الأوراق المالية في بورصة لندن، وبسبب الضجيج الذي كان يحدثه متعاملون في الأوراق المالية، تم اخراجهم من البورصة، فلم يجدو غير قارعة الطريق المجاورة للبورصة، أما في أيام الباردة والممطرة يتوجهون إلى المقاهي، وفي عام 1790 خلال حرب الاستقلال في امريكا أصدرت الفدرالية صكوك دين موحدة، وكان التعامل بهذه الصكوك يتم في طرقات ومقاهي حيث كانوا يجتمعون تحت شجرة في شارع وول، ثم انتقلوا إلى قهوة تونتين، وكذا هو الحال في فرنسا.

- **المرحلة الخامسة مرحلة استقلال الاسواق المالية بنياتها وأنظمتها:** بدأت هذه المرحلة بدخول المجمععات الأوربية الكبرى في تطور صناعي كبير ونشأت مشاريع ضخمة عجز الأفراد عن تمويل احتياجاتها مهما زادت ثرواتهم، وما صاحب ذلك من نمو في الاقتصاد وزيادة المداخل، فاقضى الحال إلى قيام أسواق أوراق مالية مستقلة، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، فنشأت البورصة الأوربية تم الأمريكية تم العربية.

ثانيا: مفهوم الأسواق المالية

قبل الخوض في مفهوم السوق المالي سنتطرق أولاً إلى مصطلح السوق بصفة عامة، حيث أن السوق عادة هو المكان أو المؤسسة التي يلتقي عندها البائعون (عارضى السلع) والمشترون (طالبى السلع)، ويعتبر هذا المفهوم التقليدي للسوق، حيث يرتكز على النطاق المكاني للسوق، غير أن وحدة المكان ليست شرطاً

أساسيا لقيام السوق، ومن هنا يختلف مفهوم السوق بمعناه الاقتصادي عن السوق بمعناه التجاري، فكلمة سوق بالمعنى التجاري تعني المكان الذي تتجمع فيه السلع ويتم فيه نقل الملكية من البائع للمشتري بعد إتمام البيع أو الشراء، أما السوق بالمعنى الاقتصادي فلا يقصد به مكان معين وإنما أسلوب إتمام عملية تجارية سواء كانت على نطاق محلي أو دولي. ولا يخرج مفهوم السوق المالي عن المعنى الاقتصادي¹. وبالتالي سيتم عرض عدد من مفاهيم السوق المالي:

- أسواق المال هي الإطار الذي يجمع البائع والمشتري للأوراق المالية، بوسائل متعددة شرطها الأساسي أن تكون فعالة².

- يمكن النظر إلى السوق المالي على أنه ذلك المجال أو الحيز الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية التي لديها عجز في مواردها المالية (المقترضين)³. وعليه يمكن تقسيم الوحدات الاقتصادية في المجتمع إلى نوعين: وحدات اقتصادية ذات فائض مالي، وهي تلك الوحدات الاقتصادية التي يزيد دخلها المتحصل عليه عن إنفاقها الكلي خلال الفترة التي تستلم فيها الدخل؛ وبالتالي تكون لديها مدخرات ترغب في تشغيلها في النشاط الاقتصادي والاستفادة من العائد الذي يحصل عليه من تشغيل هذه المدخرات، أما النوع الآخر من الوحدات الاقتصادية فيتمثل في الوحدات الاقتصادية ذات العجز في الموارد المالية، وهي التي يزيد إنفاقها الكلي عن الدخل الذي تحققه خلال فترة زمنية معينة، ومن ثم تسعى للحصول على موارد مالية إضافية لسد الفجوة الناشئة عن زيادة النفقات (النفقات أكبر من الدخل) وبالتالي تقترض لتغطية نفقاتها الكلية⁴.

- تعتبر الأسواق المالية مثل أسواق السندات والأسهم والتي سيتم فيها تداول السندات والأسهم، ضرورية لتعزيز الكفاءة الاقتصادية من خلال توجيه الأرصدة من الأشخاص الذين ليس لديهم استخدام لها إلى أولئك الذين لديهم استخدام لها⁵.

- يوفر السوق المالي الوظائف الرئيسية الثلاثة التالية: اكتشاف الأسعار، انخفاض تكاليف المعاملات والسيولة⁶.

- في الواقع تعتبر الأسواق المالية التي تعمل بشكل جيد عاملا أساسيا في تحقيق نمو اقتصادي مرتفع للبلدان، أما ضعف أداء الأسواق المالية هو أحد الأسباب التي تجعل العديد من البلدان في العالم لا تزال

¹ مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومه، الجزائر، 2019، ص13.

² دريد كامل آل شبيبت، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج، الأردن، 2018، ص163.

³ اسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2001، ص ص 117-118.

⁴ اسماعيل أحمد الشناوي، السيد محمد أحمد السريتي، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، قسم الاقتصاد-كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2006، ص83.

⁵ Mishkin Fredric S, Eakins Stanly G, **Financial markets and institutions**, 9ed, The Pearson series in fiénance, Pearson , Harlow, England London New York, 2018, P42

⁶ Frank J. FABOZZI, **Finance capital markets, Financial management and Investment managment**, John Wiley & Sonc, Inc, hoboken, new jersey ,2009, P113

تعاني من الفقر، كما أن الأنشطة في الأسواق المالية لها أيضا تأثيرات مباشرة على الثروة الشخصية، سلوك المؤسسات والمستهلكين، والأداء الدوري للاقتصاد¹.

ومن خلال ما سبق من تعريفات يمكن استخلاص عدة حقائق عن الأسواق المالية يمكن ذكرها فيما يلي:

- أن السوق المالي يستمد مفهومه من السوق بشكل عام؛ وأن السوق المالي هو الوسيلة (المكان بغض النظر عن المكان المادي للسوق) التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري واللذان يقوم على أساسهما السوق المالي فلولا وجودهما لما وجد السوق؛
- أن السوق المالي هو تحويل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز؛
- من الأركان الأساسية في السوق المالية توفر الوسطاء والمؤسسات المالية التي تعتبر قنوات الإيصال التي تقوم على تسهيل عمليات الاتصال بين وحدات الفائض ووحدات العجز؛
- الأسواق المالية تؤدي وظيفتها من خلال أدوات مالية معينة مثل الأسهم والسندات.

وبناء على ما سبق يمكن صياغة تعريف الأسواق المالية على النحو التالي:

السوق المالي هو تجمع تجاري يلتقي فيه المتعاملون ويتم من خلاله نقل الأموال بين وحدات الفائض المالي والوحدات ذات العجز المالي، عن طريق وسطاء وذلك من خلال أدوات مالية معينة لعمل التبادل بين هذه الوحدات.

ثالثا: وظائف وأركان أسواق المال

سنحاول شرح وظائف وأركان السوق المالي فيما يلي:

1. وظائف السوق المالي: تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في تسهيل حصول وحدات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من وحدات الفائض المالي، إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ويمكن اختصار الطريقتين فيما يلي:

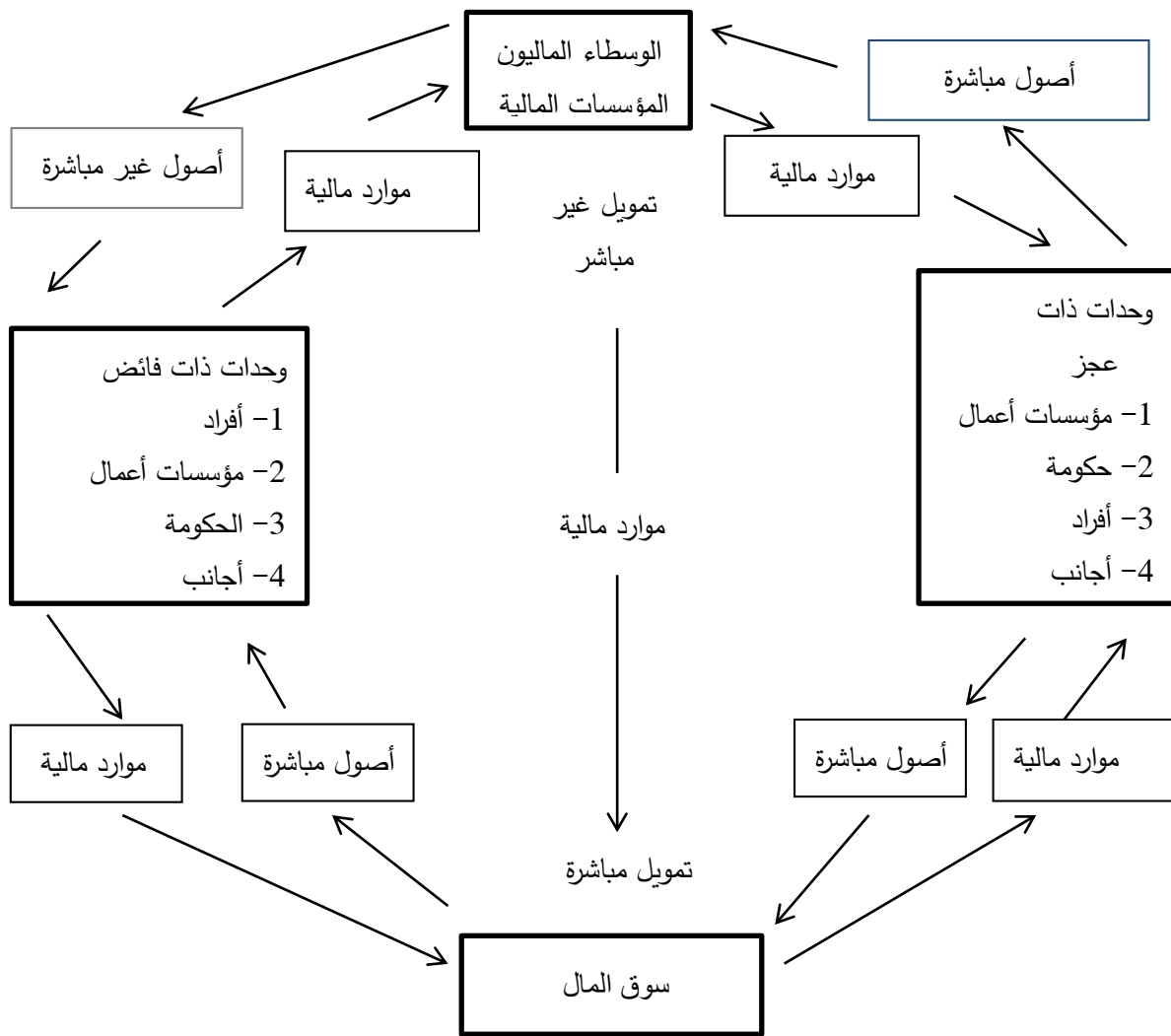
أ. **التمويل المباشر:** وفيه تحويل الأموال من وحدات الفائض المالي (مالكة الأموال) إلى وحدات العجز المالي (التي تحتاج إلى الأموال) وذلك بشكل مباشر، بطريقتين الأولى عن طريق الاقتراض المباشر عن طريق البنوك، والثانية عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة مثل: الأسهم والسندات وأذونات الخزنة، هذا التمويل يمكن أن يتم بدون تدخل أو وجود أجهزة الوساطة المالية، أو يتم بالاستعانة بخدمات بعض هذه الأجهزة مثل: بنوك الاستثمار، وسماسرة الأوراق المالية². وبالتالي يمكن القول أن التمويل المباشر يتم فيه تمويل الوحدات الاقتصادية المحتاجة مباشرة من المستثمرين.

¹ Mishkin Fredric S, Eakins Stanly G, **op. cit**, p42 .

² السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص 69.

ب. التمويل غير مباشر: فتتمثل في قيام المؤسسات المالية (الوسطاء الماليين) بالحصول على الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض مقابل إصدار أصول مالية على نفسها وبيعها لهذه الوحدات ذات الفائض. وبالطبع تكون الأصول قبيل الأصول المالية غير المباشرة لأن الذي أصدرها هي منشآت الوساطة المالية. ثم تقوم منشآت الوساطة المالية بدورها بإقراض هذه الموارد المالية إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي التي تصدر بدورها أصولاً مالية مباشرة تتبعها لمنشآت الوساطة المالية¹، يمكن اختصار التمويل غير المباشر على أنه عملية لا يتم فيها تمويل الوحدات الاقتصادية المحتاجة للأموال مباشرة من المستثمرين، حيث تلعب منشآت الوساطة المالية جسراً بين المستثمرين ووحدات الاقتصادية المحتاجة للأموال.

الشكل رقم (04): تدفق الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز من خلال السوق المالي بطريقة التمويل المباشر وطريقة التمويل غير مباشر



المصدر: أحمد أبو الفتوح على الناقية، نظرية النقود والأسواق المالية - مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية-، ط1، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001، ص10.

¹ اسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات والأسواق المالية، المرجع السابق، ص120.

من خلال الشكل (04) يمكن القول أن السوق المالي يقوم بمهام اقتصادية هامة من خلال مؤسساته وتتمثل في تحويل الموارد المالية من الوحدات المالية ذات الفائض إلى الوحدات المالية التي تعاني من العجز المالي بطريقتين أولاً: التمويل المباشر التي تلقتي فيه الوحدتين الاقتصاديتين مباشرة في سوق المال دون وسيط، أي يلتقي حامل الأصل المالي (ورقة مالية مثلاً) مع بائع الأصل المالي مباشرة دون اللجوء إلى وساطة تربط بين الطرفين، أما الطريقة الثانية الطريقة غير مباشرة التي يتم الوصل بين الوحدتين الاقتصاديتين عن طريق وسيط مالي، أي تم تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز من خلال المؤسسات المالية التي تعمل في سوق المال أهم هذه المؤسسات (البنوك، مؤسسات الادخار والإقراض، مؤسسات التأمين وصناديق المعاشات...).

2. **أركان السوق المالي:** بناء على شكل وظائف السوق المالي الموضح في المخطط المرسوم أعلاه، يتضح أن هناك ثلاث فئات أساسية يقوم عليها السوق المالي: فئة المقرضين أو المستثمرين، فئة المصدرين أو المقرضين وفئة الوسطاء.

أ. **فئة المقرضين أو المستثمرين:** وهي تمثل مصدر تدفق الأموال في السوق المالي، وتشتمل هذه الفئة على الوحدات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية، فترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي؛ يمكن للمقرضين أن يكونوا أفراد عاديين أو مؤسسات مالية مثل البنوك، تتولى هذه الفئات دور الممولين في السوق المالي ويمكنها الاستثمار في عمليات الإقراض المباشر أو تداول الأوراق المالية، ويتطلع هؤلاء المقرضون إلى تحقيق عوائد مرتفعة مقابل مخاطر منخفضة من استثماراتهم¹.

ب. **فئة المقرضين أو المصدرين:** تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات الذين تقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم النقدية، ويكون هذا الاحتياج إما لأغراض الاستهلاك أو لأغراض التوسع، ويمكن حصولهم على الأموال في السوق المالي إما عن طريق الاقتراض المباشر أو عن طريق إصدار الأوراق المالية. ويشترط في بعض الأحيان أن يكون المصدر مؤسسة مالية أو هيئة حكومية؛ ويمكن للمقرض أن يكون فرداً مثلما يمكن أن يكون مؤسسة، هنا اقتصر حديثنا على علمية إصدار الأوراق المالية باعتبارها المصدر الرئيسي للتمويل في المالية المعاصرة. وينطوي تحت فئة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية مجموعة مختلفة من المؤسسات والهيئات المحلية والحكومية إذ يمكن أن تكون الدولة نفسها أو هيئة من هيئاتها كبلدية أو أذونات الخزينة... الخ، كما يمكن أن تكون المصدر مؤسسة ليتخذ الإصدار في هذه الحالة إما صورة السندات أو صورة الأسهم العادية أو الممتازة².

ج. **فئة الوسطاء:** هم الذين يقومون بعمل التوازن بين وحدات الفائض ووحدات العجز، مثل البنوك التجارية التي تقوم بعمليات الإقراض والاقتراض، ومؤسسات التأمين التي تلعب دوراً في تحفيز الاستثمار وتوفير الحماية المالية، الوسطاء الماليون الذي يقومون بعمليات التبادل في السوق المالي ويمكن أن يكون

¹ وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، ط1، دار المستقبل، عمان، الأردن، 2009، ص40.

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات- الإطار النظري والتطبيقات العملية-، دار وائل، الأردن، 2015، ص ص 192-193.

الوسطاء أفراد أو كيانات ؛ وتعتبر هذه الكيانات مثل المصارف التجارية، مؤسسات التأمين، والبيوت المالية، ومؤسسات الاستثمار والتوظيف، ومؤسسات البورصة، وهيئات الوساطة من أهم مؤسسات الأسواق المالية¹.

رابعاً: المتطلبات المناسبة لتكوين السوق المالية والعوامل اللازمة لنجاحها

من أجل إنشاء سوق مالي يجب أن يكون هناك جمع بين المتطلبات المناسبة لتكوينه والعوامل التي تساهم في نجاحه.

1. المتطلبات الملائمة لتكوين السوق المالية: يجب أن يفي إنشاء سوق مالي بسلسلة من المتطلبات والتي ويمكن تلخيصها على النحو التالي:²

أ. توفير الاستقرار السياسي للدولة: وهو شرط أساسي لضمان إدخال رؤوس الأموال للداخل، وهو هام بالنسبة للمستثمرين الأجانب، وعلى الدولة أن توفر لهم تأمين انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم بكل سهولة، كما تسعى إلى التخفيض من حدة التضخم داخل الدولة والسيطرة عليه بتشجيع انتقال رؤوس الأموال وكذا تشجيع الاستثمار، ويرتبط بذلك ضرورة الاهتمام بالمرافق العامة مثل المواصلات والاتصالات المختلفة.

ب. تشجيع القطاع الخاص: يتطلب قيام أسواق المال وجود القطاع الخاص، فهو من أهم المساهمين في السوق؛ ولتحقيق ذلك يجب على الدولة:

- تبني سياسة اقتصادية قائمة على اقتصاد السوق؛
- توافر الأطر القانونية والتشريعية المناسبة والتي تساهم في تحفيز القطاع الخاص؛
- منح بعض المزايا الضريبية والحوافز الأخرى لتشجيع الاستثمار وتعزيز دور القطاع الخاص في تحقيق التنمية الاقتصادية؛
- وجود عدد كاف من الشركات المساهمة؛
- وجود نظام ضريبي مرن وغير مبالغ (غير مغالي) في أسعاره.

ج. وجود جهاز مصرفي متكامل وتوافر بنك مركزي كفؤ: يعتبر الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية ككل الدعامة الأساسية لوجود سوق مالي، وذلك بصفته الوسيط المالي الأساسي الذي يعمل على تعبئة المدخرات، ويحقق هذا المطلب لسوق المال الحجم المناسب من المدخرات، وبالتالي فإن وجود جهاز مصرفي متكامل وبنك مركزي كفؤ يعزز السيولة المالية، كما يعمل على تنظيم ورقابة النظام المصرفي وتحقيق الاستقرار المالي للاقتصاد.

د. وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفؤة في الدولة: يعتبر وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفؤة مطلب أساسي قيام سوق مالية لأي دولة؛ ومن مثل هذه المؤسسات: شركات التأمين وشركات

¹ نجاح عبد العليم، عبد الوهاب أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، ط1، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2014، ص211.

² السيد متولي عبد القادر، المرجع السابق، صص 96-97.

المالية وبنوك الاستثمار وشركات السمسرة وشركات إدارة المخاطر، فهذه المؤسسات المالية تقوم بعمل جسر وساطة بين المتعاملين والأسواق المالية.

هـ. القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى استثمارات: ويتحقق هذا المطلب من خلال توافر مجموعة كافية ومتنوعة من الأدوات المالية التي تتناسب ورغبات جميع المستثمرين، بالإضافة إلى تشجيع وتنمية الوعي الاستثماري وتهيئة السبل أمام الاستثمار في الأوراق المالية من خلال توفير بيئة قانونية وتنظيمية توفر الحماية لحقوق المستثمرين.

و. توافر الشفافية وشبكة الاتصال: ويتحقق هذا المطلب من خلال توفير السوق المالية لجميع المستثمرين والأطراف الأخرى معلومات مفصلة ودقيقة حول الأصول المالية والأنشطة التي يتم تنفيذها في السوق، بشكل عادل ومتساوي، أما شبكات التواصل هي البنية التحتية والتقنيات التي تسمح للمشاركين في السوق المالي بالتواصل وتبادل المعلومات بسرعة وفعالية.

2. عوامل نجاح السوق المالي: الشروط الضرورية للملائمة لقيام السوق المالي لا يمكن أن تكفي لوحدها لنجاح هذا السوق إلا في ظل توافر عوامل أخرى مهمة تساعد في نجاح السوق للقيام بدوره ومن أهم هذه العوامل:¹

- القوانين والتشريعات: وذلك من خلال القوانين والنظم واللوائح الخاصة بتنظيم العمليات التي تقام داخل الأسواق المالية، والتي يتم وضعها من قبل الجهات التشريعية بالدولة على أن تتسم هذه القوانين والتشريعات بالمرونة الكافية من أجل تسهيل عمليات التداول المشروعة؛
- الأدوات المالية: تتنوع تشكيلة أدوات الاستثمار في السوق، من أسهم وصكوك وسندات وصناديق استثمارية، بحيث تتيح خيارات أمام المستثمرين من أجل اختيار الأداة الاستثمارية الموافقة لرغباتهم؛
- شركات المساهمة: وجود عدد مناسب من مؤسسات الانتاجية والخدمية ومؤسسات مالية نقدية متطورة، وتعتبر هذه المؤسسات أساس السوق، فإذا لم تتوفر هذه المؤسسات فما هو الشيء الذي يمكن أن يتداول في السوق؛
- الوعي الادخاري: ارتفاع نسبة الوعي الادخاري عند الأفراد وانتشار ثقافة الأوراق المالية، وكيفية الاستثمار في الأوراق المالية؛
- حرية التداول: يقصد بمصطلح الحرية عدم وجود قيود ضرورية تحد من حرية التداول في السوق خصوصاً فيما يتعلق بتداول الأجانب والقيود على حركة رأس المال الأجنبي؛
- توافر نظم المعلومات المالية الحديثة التي تمكن من التعرف على المركز المالي الحقيقي للمؤسسات، تلك النظم تساهم في تحليل البيانات المالية الذي يساعد المستثمرين في فهم الوضع المالي للمؤسسة، ومن ناحية أخرى تساعد المسؤولين في اتخاذ قرارات هامة متعلقة بالمؤسسة؛

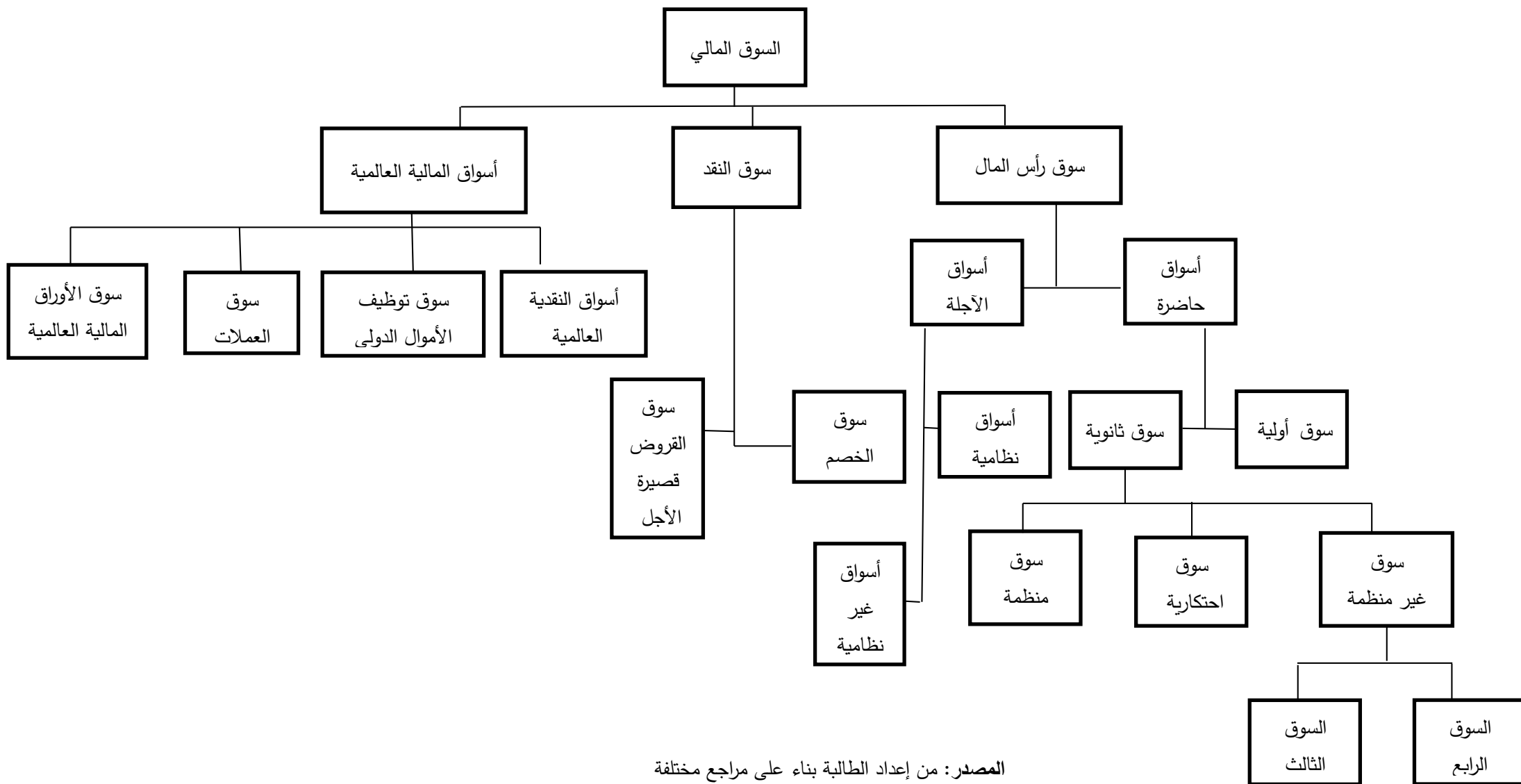
¹ أزهرى الطيب الفكري أحمد، أسواق المال، ط1، دار الجنان، عمان، الأردن، 2018، ص ص 26-27.

- الموقع الجغرافي للسوق المالي ومدى ارتباطه بالأسواق الدولية يلعب دورا هاما في نجاحه إذ تكمن أهميته في جذب المستثمرين وتوفير فرص استثمارية متنوعة؛
- الحوافز الربحية: هي تلك العوائد التي يحصل عليها المستثمر مقابل استثماراته فلا غنى عنها بالسوق المالية، فهي المحرك لحركة ومستوى التداول بالسوق.

المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية

يتم تقسيم الأسواق المالية وفقا لعدة معايير، حيث يمكن تقسيمها تبعا للتخصص أو تبعا للتخصص وآلية العمل أو تبعا للمكان والمتعاملين، وإلى غير ذلك من المعايير والشكل الآتي يوضح مختلف أشكال السوق المالي:

الشكل رقم (05): تقسيمات السوق المالي



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مراجع مختلفة

أولاً: السوق النقدية

هي السوق التي يتم التعامل فيه بواسطة أدوات مديونية وهي عبارة عن أدوات مالية قصيرة الأجل، التي يمكن لحاملها استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه. ويمكن التخلص (بيع) من هذه الأدوات المالية في أي وقت وبأدنى خسارة، ويتصف هذا النوع من الأدوات بالسيولة العالية¹، ويتم الاعتماد على سعر الفائدة كركيزة أساسية في التعاملات النقدية ويتم تحديدها بناءً على الطلب والعرض، وتتم الصفقات عن طريق مختلف وسائل الاتصال (الهاتف، الفاكس، التلكس وغيرها)². ويمكن تقسيم هذا السوق إلى:

1. **سوق الخصم:** يتم في سوق الخصم تداول الأوراق التجارية قصيرة الأجل التي تصدرها المؤسسات لتمويل فوري لاحتياجاتها، وعمليات خصم الأوراق التجارية وقبول الأوراق التجارية تتم عن طريق بيع الأوراق للمستثمرين الذين هم في استعداد لشرائها بسعر أقل من قيمتها الاسمية والانتظار حتى تاريخ استحقاقها من أجل الحصول على عائد³.

2. **سوق القروض قصيرة الأجل:** وتشمل هذه الأسواق جميع أنواع القروض التي تتراوح بين أسبوع واحد حتى سنة كاملة، أي التي تعقد لأجال قصيرة. ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الاقتراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى، وتوجد علاقة عكسية بين تقدم هذه الأسواق وبين الحد الأدنى لأجل القرض بحيث يصل الحد الأدنى للاقتراض قصير الأجل في بعض أسواق النقد المتقدمة في أوربا (ألمانيا وإنجلترا) لليلة واحدة⁴. كما يمكن تقسيم السوق النقدي إلى ما يلي:⁵

أ. **سوق النقود تحت الطلب:** وهي سوق مالية يتم فيها تداول النقود قصيرة الأجل للغاية، حيث تحتاج بعض الأشخاص معها إلى ائتمان قصير الأجل لتمويل المعاملات الخاصة بهم، ومن هؤلاء الأشخاص سماسرة الأذونات، سماسرة البورصات.

ب. **سوق القروض المضمونة:** تكون مدعومة بضمان كالأسهم والسندات، وهي سوق ذات تعدد جغرافي وتعتبر أقل أسواق النقود قصيرة الأجل تنظيماً، وعادة ما تحصل هذه البنوك على قروض مضمونة من ممثليها في البنوك الكبيرة.

¹ سالم صلال راهي الحسنوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، ط1، مؤسسة دار الصادق الثقافية، القاهرة، مصر، 2017، ص65.

² بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، ط1، دار علي بن زيد، بسكرة، الجزائر، 2019، ص23.

³ سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2005، ص178.

⁴ اسماعيل أحمد الشناوي، عيد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات والأسواق المالية، المرجع السابق، ص127.

⁵ مجدي محومد شهاب، الاقتصاد النقدي - النظرية الاقتصادية، المؤسسات النقدية - تطور النظام المصري واللبناني التوجه الإسلامي للنظام المصرفي -، الدار الجامعية، بيروت، 1990، ص 179-180.

ج. **سوق سندات القبول:** هي مؤسسات نقدية وظيفتها أن تقبل الكمبيالات، مع تعهد بدفع قيمتها عند استحقاقها، يعد القبول توقيع البنك على الكمبيالة المسحوبة على عملية مثبتة استعداده لدفع قيمتها عند الاستحقاق وهو يحل بعد أجل قصير.

د. **سوق الأذونات:** وهو السوق الذي يتم فيه عملية مبادلة الأذونات أو الأوراق المالية قصيرة الأجل، من بيع وشراء، وأهم هذه الأوراق: الكمبيالات وأذونات الخزنة، وعادة ما تباع أذونات الخزنة بواسطة البنك المركزي باسم الحكومة أي نيابة عنها. ولأن الخصم هو العملية الأساسية لمبادلة الائتمان في هذا القطاع من السوق النقدية، فإن السوق النقدية ككل توصف بأنها سوق الخصم.

ثانياً: أسواق رأس المال

يقصد بها الأسواق المالية التي يتم فيها المتاجرة بالأوراق المالية طويلة الأجل والتي يزيد أمدها عن السنة، والتي تضم أدوات الملكية ممثلة بالأسهم، والسندات التي تمثل القروض¹. ويتم تقسيم أسواق رأس المال إلى قسمين:

1. **الأسواق الحاضرة:** وهي الأسواق التي يتم فيها التعامل مع الأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم، سندات)، وفي هذه الأسواق عند إتمام الصفقة يتم نقل ملكية الورقة المالية إلى المشتري وبالتالي يصبح المالك الجديد للورقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة². وتنقسم الأسواق الحاضرة الفورية إلى:

أ. **سوق الإصدار (السوق الأولية):** السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال، أو جهة حكومية، أما فيما يخص طرق تصريف أدواتها، فإنه يتم تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية بإحدى الطريقتين: الطريقة الأولى التصريف المباشر: بالتعامل المباشر من المؤسسة المصدرة لهذه الأوراق مع المشتري لها دون اللجوء إلى وسيط مالي وذلك عن طريق التواصل معه بطريقة ما كالاتصال الهاتفي مثلاً، والطريقة الثانية التصريف غير المباشر: عن طريق الوسطاء الماليين، كالمؤسسات المالية المتخصصة في هذا الشأن، ولهم في ذلك طرق مختلفة، منها: ما يعرف بـ "تأمين الاكتتاب" والذي هو عملية تقدير المخاطر المالية ويتم تحملها عن طريق مؤسسات تأمين أو مؤسسات مالية. ومنها: ما يعرف بـ "الترتيبات الخاصة" ومنها: أن يعمل المصرف وكيلاً عن المؤسسة في بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية إلى حملة الأسهم الحاليين³.

¹ سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، ط1، شركة دار الأكاديميون، عمان، الأردن، 2018، ص 16.

² بوكستاني رشيد، معيقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص 42.

³ أمين شاكر عبد الخالق، المرجع السابق، ص ص 55-57.

ب. **سوق التداول (السوق الثانوية):** وتعرف هذه الأسواق بالأسواق الثانوية لأنها تتعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في سوق الإصدار، وهنا يتم بيع الحقوق وشراؤها دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع حيث تخضع عمليات البيع والشراء لقوانين العرض والطلب، والمساهم في هذه الأسواق مضطر لانتظار تاريخ استحقاق من أجل استقاء حقوقه والحصول على سيولة في حال غياب حركة وسيولة السوق، لكن بوجود حركة وسيولة يمكن للمساهم التخلي عن الورقة المالية بشكل فوري، أي بيعها في حالة احتياجه للأموال، أو جني عوائد في حال ارتفاع أسعار الأوراق المالية¹. والتي بدورها تنقسم إلى:

- **السوق المنظمة:** وتتمثل في البورصات التي تتميز بوجود مكان معين يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البائعون والمشترون للورقة المالية)، وتشرف على عملها هيئات متخصصة ويتم التعامل فيها بواسطة قوانين وإجراءات رسمية، ويتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة فيها والمستوفية لمتطلباتها، والتي تتحدد أسعارها من خلال العرض والطلب. ومن الأمثلة على تلك الأسواق بورصة لندن، وبورصة طوكيو، وبورصة نيويورك...².

- **السوق غير منظمة:** يطلق اصطلاح الأسواق الغير منظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي لا توجد قواعد أو تنظيمات رسمية تحكم سلوك المشاركين أو تنظيم عمليات البيع والشراء، وبالتالي تطلق على هذا النوع من المعاملات "المعاملات على المنضدة" التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع الدولة. ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تلفزيونية أو أطراف للحاسوب الآلي³، وينقسم السوق غير منظمة إلى قسمين وهما:

• **السوق الثالث:** ويتكون من بيوت سمسرة من غير الأعضاء في الأسواق المنظمة حيث أن أعضاء الأسواق المنظمة ليس لهم الحق في تنفيذ تعاملات خارج السوق على الأوراق المالية المسجلة، وتتضمن هذه الأوراق المالية غير المعترف بها رسمياً، أي غير الموجودة في السوق المنظمة، ويشكل أعضاء بيوت السمسرة في هذا السوق عنصراً منافساً للأعضاء داخل السوق المنظم خاصة وأن العملاء في السوق غير المنظم يتكونون عادة من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة⁴.

• **السوق الرابع:** هو السوق الذي يتم فيه نقل ملكية الأوراق المالية من المصدرين إلى الماسكين بدون وسطاء ماليين تقليديين، لذا يسمى هذا النوع من الأسواق بأسواق الوضع الخاص (Placement Private) ويتكون هذا النوع من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يعقدون فيما بينهم صفقات شراء وبيع الأوراق المالية بطلبيات كبيرة لتفادي دفع عمولات للسماسرة ويستخدم المتعاملون في هذا السوق شبكة قوية من الهواتف والمحطات الطرفية للحواسيب الانترنت ويستعينون بوسطاء لإتمام الصفقة بين البائع والمشتري إلا أن الوسيط هنا لا يقوم بدور السمسار أو التاجر، بل يقوم بتسهيل عملية التوصل إلى اتفاق

¹ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية -، ط1، دار وائل، عمان، الأردن، 2006، ص435.

² مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، المرجع السابق، ص21-22.

³ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع شركة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص505.

⁴ شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، ط1، دار الحامد، عمان، الأردن، 2019، ص31.

بين الأطراف وتنفيذ الصفقة، لذا فإن أتعابه تقل كثيرا عن عمولة السمسرة ويمكن أن يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل الخدمات التي يقدمها لهم¹.

- **الأسواق الاحتكارية:** هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تحتكر فيها الجهة المصدرة عملية الإصدار، تسعير الأداة المصدرة وأسعار تداولها كالإصدارات الحكومية من السندات².

2. **الأسواق الآجلة:** أو ما يعرف أسواق العقود المستقبلية، وهي جزء من السوق المالية تتعامل بالأوراق المالية من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق مستقبلي، وتعرف أيضا بأسواق المشتقات المالية لأنها تستمد قيمة الأصول المالية المتداولة فيها قيمتها من أصول أخرى، الأصول الأساسية (الأسهم، السندات وأسعار الفائدة) وغيرهما³. ويتم تقسيمها إلى⁴:

أ. **الأسواق النظامية:** هي أسواق خاصة بتداول العقود الآجلة والخيارات والتي تكون عامة، وبمعنى آخر هي عقود محددة، ولا يتم النقاش في شروط التسليم أو نسبة العلاوة إلى غير ذلك، ومن أهم الأسواق النظامية لدينا سوق شيكاغو (Chicago bord of trad) بالولايات المتحدة الأمريكية، وأيضا (Chicago merchantile exchange)، أما في أوروبا فهناك أسواق للمشتقات مثل (liffe)، وهذا السوق النظامي مضبوط ومضمون لوائح وقوانين صارمة تعمل على السير الحسن للسوق، وهذه اللوائح وقوانين موضوعة من طرف الهيئات المالية والجهات الرقابية، كما أنه في هذا السوق على المتعاملين توفير المعلومات المالية، والمحاسبية والقانونية، ومن أهم مزايا هذا السوق أنه يوفر عدد معتبر من طلبات شراء والعروض، مما يوفر سيولة عالية للعقود وأيضا توفر السوق غرفة مقاصة.

ب. **الأسواق غير النظامية:** وترمز لهذه الأسواق OTC وهي الحروف الأولى لاسم (over the counter) وهي أسواق أكبر حجما من الأسواق النظامية، حيث يتم النقاش والتواصل وتبادل المعلومات وأخيرا عقد الصفقات عبر الهاتف، أو عن طريق أجهزة تكنولوجية، ويتم التفاوض في العقود مباشرة بين الأطراف بدون وساطة، أي عدم وجود غرفة المقاصة، وبالتالي هناك مخاطر كثيرة موجودة في السوق الغير النظامي ألا وهي إفلاس أو عدم التزام أحد الأطراف بالعقد، ومن مميزات هذا السوق هو إتاحة الحرية في تسوية العقود.

¹ علي جبران عبد العالي، الإدارة المالية - الأساسيات النظرية والتطبيقية -، ط1، مؤسسة دار الصادق الثقافية، بغداد، العراق، 2021، ص 147.

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط2، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009، ص 255.

³ بن ابراهيم الغالي، بن الضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص ص 24 - 25.

⁴ مقدم عبد الله، قдал زين الدين، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005-2017، مجلة المالية والأسواق، المجلد 06، العدد 10، 2019، مستغانم، الجزائر، ص 172.

ثالثاً: الأسواق المالية العالمية

ومن أهم الأسواق المالية العالمية:

1. **سوق العملات الأجنبية:** بالإضافة إلى سوق رأس المال وسوق النقد توجد سوق أخرى تدعى سوق العملات الأجنبية أو سوق الصرف أو ما يسمى الفوركس (Forgien Exchane Market) حيث تعد هذه الأسواق من أكبر الأسواق المالية في العالم من حيث حجم التداول اليومي، كما تتميز بوجود وسائل اتصال فورية بين المراكز المالية العالمية. بسبب الحاجة المتزايدة لتداول العملات ونظراً لزيادة للتطور التكنولوجي والاتصالات وتطور حجم التجارة الخارجية، فإن سوق العملات الأجنبية يلعب دوراً مهماً وفعالاً في الاقتصاد العالمي، حيث يغطي حاجة الدول إلى العملات الأجنبية لتمكين من بيع منتجاتها إلى الدول الأخرى، ومن ثم الحصول على قيمة هذه المنتجات بعملتها، وكذا استيراد منتجات الدول الخارجية ودفع أسعارها بالعملة السائدة في البلد المصدر¹، ويمكن شرحه بطريقة مبسطة على أن سوق العملات هو السوق الذي تتم فيه مبادلة عملة بأخرى وهو سوق يعمل على مدار الساعة حيث يغلق السوق لفترة قصيرة، لذلك فإن هذا الانتقال المستمر للأموال على مدار 24 ساعة يعطي السوق حجماً هائلاً من السيولة المالية مما يجعل عمليات البيع والشراء سريعة وبأحجام كبيرة.

2. **الأسواق النقدية العالمية:** تعتبر أسواق نيويورك ولندن وطوكيو من أكبر الأسواق العالمية للعملات الأجنبية في العالم، وذلك اعتماداً على حجم العمليات اليومية المتداولة، وتستخدم اتفاقيات إعادة الشراء في شكل واسع في سوق نيويورك (مثال عن ذلك يتفق أحد المتعاملين الذي هو بحاجة إلى أموال مع أحد المستثمرين الذي يملك الأموال ويرغب في استثمارها، فيبيعه سندات بمبلغ معين مع الاتفاق في نفس الوقت أن يشتري المتعامل هذه السندات بسعر أعلى في المستقبل)، وتستخدم هذه الأداة للتمويل وتوفير السيولة النقدية، وغالباً ما تكون الاتفاقيات قصيرة تأخذ يوم وليلة، وهي تشبه عملية الإقراض والاقتراض ولكن بوجود ضمان الأوراق المالية، ومثالاً عن ذلك في سوق إنجلترا النقدي يلعب فيه سوق الخصم الدور الرئيسي، وهو يتألف من مجموعة من بيوت الخصم، وسبب بروز هذا السوق هو احتكاره لشراء سندات الخزينة التي يصدرها بنك إنجلترا (البنك المركزي البريطاني) وتتعهد هذه المجموعة بشراء جميع إصدارات الخزينة وبدورها تبيعها للمؤسسات².

3. **سوق الأوراق المالية الدولية:** يقصد به البورصات الدولية بورصات الدول الصناعية المتقدمة ويتم التعامل بالسندات الحكومية في السوق غير المنظمة فيتم التعامل بالأسهم بشكل أكبر³، وتعتبر الأسواق المالية الدولية عابرة للحدود وتتيح للمستثمرين فرصة الاستثمار في الأسواق المالية خارج بلدانهم.

¹ أمين شاكر عبد الخالق، المرجع السابق، ص ص 63-64.

² شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، المرجع السابق، ص 38.

³ المكان نفسه.

4. **سوق توظيف الأموال الدولي:** وهو سوق العملات المستقبلية والعطاءات الرئيسي لسوق العملات المستقبلية بالعالم وهو سوق شيكاغو التجاري للتبادل بشيكاغو، والهدف من العقود المستقبلية والمقايضات والعطاءات هو الوقاية الفعالة فقط، فيكون الدخول تحت ظرف عملة فعالة معاكسة فعلا، وقد ينفذ هذا النوع من الوقاية من خلال قرارات وقف الخسائر في كل من الأسواق الفورية والآجلة والعطاءات¹.

المطلب الثالث: أهداف السوق المالية

هناك أهداف عامة وأخرى خاصة للأسواق المالية، سنحاول دراستهما بنوع من التفصيل:

أولاً: الأهداف العامة للسوق المالية

تتمثل أساساً في الأهداف التالية:

1. **تنمية الادخار:** يتم عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية تنمية المدخرات، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، حيث يلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في تشجيع عادة الادخار الاستثماري لدى المستثمرين، وبالأخص صغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم الخاصة القليلة، وبالتالي فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الاستثمار المناسب (سواء كانت أسهم أو سندات) وذلك وفقاً لاتجاهات الأسعار².
2. **المساهمة في تطور التجمعات الصناعية والتجارية والخدمية:** كثيراً ما نلاحظ في دورة الحياة الاقتصادية المعاصرة حدوث عمليات وصفقات ضخمة للمؤسسات تتمثل في:³
 - **الاندماج أو الانضمام (merger):** يعني انصهار مؤسستين أو أكثر من المؤسسات بتجميع ممتلكاتها وظهور مؤسسة جديدة. في هذه الحالة الشخصية والقانونية لكافة المؤسسات المندمجة تفسخ وتحل محلها الشخصية القانونية للمؤسسة الجديدة، وعليه فإن رأس مال هذه الأخيرة هو عبارة عن مجموع رؤوس أموال المؤسسات المنضمة أو المنصهرة، ويعتبر رأس المال للمؤسسة الجديدة مجموع الأسهم في تلك المؤسسات، وتسعى المؤسسة الجديدة إلى توظيف قدراتهم ومواردهم المشتركة بصورة أفضل، وتعد عملية الاندماج بين المؤسسات واحدة من الاستراتيجيات التي تمكن من التوصل إلى تقوية القدرة التنافسية، نفس الشيء تقريباً يمكن أن يقال عن انضمام بقية المؤسسات كالبنوك وغيرها.

¹ شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، المرجع السابق، ص 40.

² بلعزوز بن علي، محمدي الطيب أحمد، دليلك في الاقتصاد-النقدي، البنكي، الدولي، أسواق المالية والمالية العامة-، دار الخلودونية، الجزائر، 2008، ص 139.

³ جبار محفوظ، الأسواق المالية- الأسواق والأدوات المالية-، ج 2، دار هومه، بوزريعة، الجزائر، 2017، ص ص 43-44.

- الصفقات التي تتم لأغراض الرقابة: عادة ما تهدف هذه الصفقات للسيطرة على مؤسسة ما أو أحد فروعها، إذا كانت مؤسسة ما تملك أكثر من 50% من رأسمال أو أسهم مؤسسة أخرى، وبالتالي تستطيع هذه المؤسسة من مراقبة وتسيير المؤسسة الأخرى المسيطر عليها.
- الامتصاص: يعني الاستيلاء الكلي على مؤسسة من طرف مؤسسة أخرى وبذلك تفقد المؤسسة محل الامتصاص شخصيتها القانونية، أي تحل نهائيا أو يمكن القول الاختفاء الكلي لها. وينتج عن الامتصاص استحواذ المؤسسة التي تمتص مؤسسة أخرى على ميزات المؤسسة الممتصة من آلات، مباني، حسابات دائنة، ديون...

إن العمليات التي تتم بين المؤسسات تخص بتزويد رأس المال، لاسيما ملكية وانتقال رأس المال من شخص (طبيعي أو معنوي) لآخر، حيث تساهم الأسواق المالية كثيرا على إتمام العمليات؛ فالمؤسسة المدرجة في البورصة يمكن شراء أسهمها من شخص لآخر، كما تحتاج هذه العملية إلى تسعير الأوراق المالية محل التحويل، حيث تسهل السوق المالية هذه العملية أيضا بملاقة العرض والطلب على تلك الأوراق. كما تسمح عملية التسعير بتقييم أولى محل الرقابة والامتصاص أو المؤسسات المنضمة، باعتبار أن القيمة السوقية لمؤسسة ما هي إلا سعر السهم الخاص بها في البورصة مضروبا في عدد الأسهم المكونة لرأس المال المكتتب بها.

كنتيجة لتلك العمليات والصفقات الكبرى التي تتم بين المؤسسات الصناعية نلاحظ انتقال مؤسسات بأكملها من مالك لآخر، وذويان مؤسسات أخرى وظهور مؤسسات ضخمة تجمع العديد من المؤسسات المتوسطة والصغيرة، هذا على مستوى البلد الواحد. كما يمكن أن تأخذ العملية بعدا دوليا بانتقال المؤسسات من بلد لبلد آخر ومن مالك أجنبي إلى مالك أجنبي آخر وهكذا ... وهذا ما يعرف بحركية الهياكل الصناعية، كل هذه الحركية تتم عن طريق السوق المالية بتداول الأوراق المالية لتلك المؤسسات، وبذلك فالسوق المالية تسهل تلك الحركية كثيرا.

فدوافع هذه الحركية المستمرة كثيرة ومتنوعة، فبعض المؤسسات بغرض القضاء أو الحد من منافستها تشتري أسهم هذه المؤسسات، أو من أجل رفع فعالية ومردودية منتجاتها، أو لأنها ترى فيها صفقة مربحة تحقق لهم عائد، خاصة إذا ما رأيت أن أسهمها تباع في البورصة بأقل من قيمتها الحقيقية، على الرغم من أن عملية الشراء تجعل الطلب يزداد على الأسهم المعلنة، مما يرفع من سعرها ويجعله قريبا أو مساويا للسعر الحقيقي.

3. أهداف عامة أخرى للسوق المالي: هناك أهداف عامة أخرى للسوق المالي نذكر منها:¹

- المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي: من مظاهر الائتمان الداخلي عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في

¹ بلعوز بن علي، محمدي الطيب أحمد، المرجع السابق، ص 140.

البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية بمعنى توفير الأوراق المالية كأصول مرجعية لعقود القروض المالية.

- **المساهمة في تحقيق كفاءة عالية:** وذلك عن طريق توجيه الموارد إلى المجالات التي تحقق أكبر ربحية وأقل تكاليف، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توفر مجموعة من السمات المميزة في سوق الأوراق المالية منها سيولة، وتوفر المعلومات...

ثانيا: الأهداف الخاصة للسوق المالية

يقصد هنا بالأهداف الخاصة المتعلقة بالمؤسسات بمعنى أدق كل مؤسسة على حدى، وهي الأهداف التي تحققها المؤسسات من وراء دخولها إلى الأسواق المالية، سواء باعتبارها كيانا مستقلا أو كمجموعة من المساهمين، وتتمثل هذه الأهداف في:¹

1. **تنوع مصادر التمويل:** عادة ما تحاول المؤسسات استعمال مصادرها الخاصة المتمثلة في التمويل الذاتي الذي يمول كل من الاستغلال والاستثمار؛ إلى أن هذا المصدر الذاتي قد لا يكفي لتغطية كافة الاحتياجات، مما يجعل إدارة المؤسسة مضطرة للتوجه إلى مختلف أشكال التمويل الخارجي، وبما يضمن لها المرونة والاستقلالية وكذا الاستفادة من مزايا تلك الأشكال من التمويل الخارجي. من هنا تأتي أهمية تقييد أو دخول المؤسسات في الأسواق المالية بغرض القيام بعمليات اللجوء العلني للدخار، واستعمال الأموال المتجمعة من السوق المالي لاستمرار المؤسسة وتوسيع نشاطاتها. هذا في الحالة العامة. أما الحالات الخاصة فهي كثيرة ومتنوعة نذكر أهمها كما يلي:

- إذا ما أراد المساهمون تدعيم بند رأس المال الخاص دون فقدان السيطرة على المؤسسة يمكنهم إصدار أسهم جديدة تعطي لحاملها الأولوية في الأرباح إلا أنه لا يحق له التصويت والمساهمة في إدارة المؤسسة.
- إذا كانت المؤسسة تبحث عن سبل التوسع فيمكنها رفع رأسمالها بواسطة التوجه إلى السوق المالية، وذلك من خلال إصدار أسهم جديدة لكل من المساهمين القدامى والجدد للاكتتاب فيها. ومن ثم يتم جمع رؤوس الأموال الضرورية لتمويل التوسع الذي تسعى من أجله بتكاليف قليلة وشروط معقولة.
- إذا كانت المؤسسة في المستقبل غير متأكدة من ظروفها المالية فتقوم بعملية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم لسد احتياجاتها من التمويل في الوقت الحالي بعائدات تلك السندات وتدعيم رأسمالها الخاص في المستقبل.
- إذا أرادت التحوط ضد تذبذب أسعار الفائدة يمكنها إصدار سندات بأسعار فائدة متغيرة وبذلك يمكنها الحصول على رؤوس الأموال الضرورية للتمويل دون تسجيل الخسائر الناتجة عن تغيرات أسعار الفائدة في السوق. إلى غير ذلك من إمكانيات الإصدار بواسطة منتجات مالية تتماشى وظروف المؤسسة الداخلية والخارجية، لاسيما ظروف السوق من جهة وأهدافها المرسومة من جهة أخرى.

¹ جبار محفوظ، الأسواق المالية، - الأسواق والأدوات المالية-، المرجع السابق، ص 52-56.

2. **تحقيق الشهرة:** إن التسجيل أو دخول المؤسسة في البورصة يزيد شهرتها، حيث تصبح معروفة أكثر من قبل الجمهور العريض وكذا الاقبال على منتجاتها تصبح أكبر، إذ ستصبح حديث وسائل الإشهار كالصحف والمجلات المالية المتخصصة والتلفزيون والراديو والإنترنت... كل هذا يزيد شهرتها ومصداقيتها لدى المتعاملين الاقتصاديين من أفراد ومستثمرين وبنكيين وممولين وزبائن وشركات الاستثمار... ويزيد ثقة تعاملهم معها، الشيء الذي يجعلها تحصل على رؤوس الأموال في المستقبل بسهولة عند احتياجها لذلك.
3. **ضمان استمرارية المؤسسة:** يقصد باستمرارية المؤسسة بقاؤها في نشاطها بعد ذهاب أو موت أحد المؤسسين أو أحد المساهمين المهمين دون تقسيمها أو زوالها، ففي حالة ذهاب المساهم يتخلى عما بحوزته من أسهم لأي مستثمر آخر، وتستمر المؤسسة في العمل وتبقى في صورتها وشكلها القانوني المعتاد. أما في حالة الوفاة، خاصة في المؤسسات ذات الطابع العائلي، فإن الأسهم تنتقل إلى الورثة مع السماح لهم كما هو الحال في التشريعات الفرنسية ببيع جزء من تلك الأسهم في البورصة إلى حد 49% يتم ذلك بالأسعار السائدة لتلك الأسهم في ذلك الوقت لتغطية مصاريف انتقال ملكية الأسهم الباقية إليهم، وربما تمر عملية انتقال الملكية دون انتباه يذكر من قبل الجمهور. وهكذا تنتقل ملكية المؤسسات من جيل إلى جيل بصورة سهلة وسلسة وشفافة بأسعار وتكاليف معقولة باستعمال تقنيات البورصة دون حل أو زوال تلك المؤسسات.
4. **تسهيل مساهمة العمال وهيكله المساهمين:** إن تسجيل المؤسسة في البورصة يسهل كثيرا للعمال اقتناء أسهم مؤسساتهم أو الحصول عليها مجانا كمكافئة إذا ما أرادت الإدارة تحفيزهم، ويصعب على غير المسجلة أن تقدم أسهم لعمالها. وبنفس الطريقة يمكن القول أن وجود المؤسسة في البورصة يسهل كثيرا تخلي هؤلاء العمال عما بحوزتهم من تلك الأسهم بغرض تحقيق الأرباح عند ارتفاع الأسعار. وعليه فإن تسجيل المؤسسة في البورصة مفيد للعمال من حيث سيولة الأسهم الموجودة في محافظهم المالية، الوقت نفسه يمكن للمؤسسة المدرجة في البورصة أن تعدل وتهيكل مساهميتها ودائنيها بالكيفية التي ترى أنها الأفضل ومساعدة لها وتخدم مصالحها. إذ يمكنها أن تحدد أو تغير نسب كل من عدد حملة الأسهم العادية، وحملة الأسهم الممتازة، وحملة السندات وغيرهم من مساهميتها حملة المنتجات المالية، وذلك حسب أولوياتها وأهدافها المرسومة. فلولا وجود المؤسسة المعنية في البورصة لما استطاعت أن تقوم بهيكله مساهميتها ودائنيها بكل سهولة ومرونة.
5. **تسهيل البيع لصغار المساهمين:** إن من أهم المشاكل التي توجد في البورصات مشكل السيولة والذي يعتبر أمر مهم بالنسبة لكافة المتعاملين، وأنه موضوع مطروح بجدة أكثر بالنسبة لصغار المستثمرين، إذ يصعب على هؤلاء التخلي عما بحوزتهم من أسهم وذلك راجع لقله عددها، أما في حالة المؤسسات غير المسجلة أو غير المقيدة في البورصة فإن حملة الأسهم يتوجهون إلى المؤسسة المصدرة لبيع أسهمهم (وتعتبرهم بمثابة إعادة شراء المؤسسة لأسهمها)، مما يستغرق وقتا أطول وربما تكلفة أعلى وبسعر قد يكون غير عادل أيضا مقارنة بالبيع في البورصة.

6. أهداف خاصة أخرى: هناك العديد من الأهداف الأخرى لتسجيل المؤسسات في البورصة نذكر أهمها فيما يلي:

- تحقيق المساهمين القدامى لأرباح؛ إذ يمكنهم التخلي عن جزء أو كل ما بحوزتهم من أسهم عن طريق بيعها في البورصة، وتحقيق الأرباح الرأسمالية، من وراء ذلك؛
- إن التسجيل الناجح لأي مؤسسة في البورصة يزيد من ثقة المديرين في أنفسهم وتحفيزهم، ويجعلهم يحصلون على عقود شراكة، وثقة العمال في مديريهم ومؤسستهم، قد يكون هذا التقييد ضروري لتحسين وضعية المؤسسة والرفع من قدراتها التنافسية؛
- يعطي التقييد (التسجيل) في البورصة صلاحية للجمعية العامة للمساهمين لمراقبة المؤسسة بشفافية أكثر مما لو كانت المؤسسة غير مقيدة؛
- يسهل تداول الأوراق المالية للمؤسسات المقيدة خارج الوطن، الشيء الذي يؤدي إلى عولمتها وعولمة الاقتصاد ككل نتيجة عولمة معظم مؤسسات البلد المعني.

المبحث الثاني: كفاءة أسواق رأس المال.

لعل من أهم مؤشرات نجاح وقوة أسواق رأس المال هي كفاءة السوق، فهي مرآة تعكس عدالة أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وفي ظل عدم تواجد كفاءة السوق تكون فرصة لبعض المستثمرين دون غيرهم لتحقيق أرباح غير عادية، أما في حالة تواجد كفاءة السوق يتم تنظيم العمليات في الأسواق ويصبح للمستثمرين تساوي الفرص في تحقيق الأرباح. وبالتالي سنحاول من خلال هذا المبحث إعطاء مفهوم عام للكفاءة ومعرفة التفريق بينها وبين الفعالية، وكذا التطرق إلى كفاءة أسواق رأس المال ومحاولة التوسع فيه.

المطلب الأول: مفهوم وأنواع كفاءة أسواق رأس المال.

قبل البدء في معرفة مفهوم كفاءة سوق رأس المال يجب علينا التفريق بين المفهوم العام للكفاءة والفعالية لارتباط وتداخل المصطلحين فيما بينهما، فالفعالية تعني إمكانية تحقيق الهدف والوصول إلى النتائج التي يتم تحديدها مسبقا فالهدف عبارة عن نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد. والكفاءة تعني الوصول إلى الهدف بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية. مثال عن ذلك لو أرادت المؤسسة إنتاج 50 وحدة من المنتج فإن الهدف هنا إنتاج المنتج فإذا تم إنتاج هذا المنتج فهذا معناه أن المؤسسة أنتجت منتجاتها بفعالية بغض النظر عن التكلفة والوقت، أما إذا أنتجت منتجاتها في أسرع وقت وأقل تكلفة فهذا معناه أن المؤسسة أنتجت منتجاتها بكفاءة، وهنا يكمن الفرق بين المصطلحين.

أولاً: مفهوم كفاءة أسواق رأس المال

- لقد عرفت الأسواق الكفاءة بأنها: تلك الأسواق التي تنعكس فيها فوراً كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المؤسسة، وعلى أسعار أوراقها المالية. كما عرفت بأنها تلك السوق التي تتوفر على

معلومات كثيرة وبأسعار منخفضة بالنسبة لكافة المستثمرين وأن كل المعلومات المتعلقة بالورقة المالية قد انعكست في أسعارها. ولهذا السبب فإن المشتريات والمبيعات في سوق كفو هي صفقات بقيم حالية صافية مساوية للصفر¹.

- ويمكن القول أيضا أنها : تلك السوق التي تتساوى فيها قيمة كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات².

- وتعرف أيضا على أنها مقدرة السوق على تحديد أسعار الأوراق المالية، بحيث تكون أسعار هذه الأوراق قريبة أو مساوية للقيمة الحقيقية لهذه الأوراق، وذلك عن طريق المستثمر أو المضارب في السوق بالمعلومات عن الأوراق المالية بسرعة وبدون كلفة إلى كافة المستثمرين³.

ويمكن أن نلخص بنود فرضية كفاءة السوق بالنقاط التالية:⁴

- تنص هذه الفرضية على أن هناك عقلانية لدى المستثمرين، إذ يسعون إلى زيادة منافعهم الخاصة، كما أن لديهم توقعات متماثلة حول الخصائص المالية للأصول المسعرة؛
- جميع المعلومات متاحة وبدون تكلفة لجميع المتعاملين؛
- حرية الخروج من السوق وإعادة الدخول مرة أخرى، دون أي ضوابط وقيود ضريبية أو جمركية؛
- القيمة الحقيقية للمؤسسة تعكس من خلال أسعار أسهمها، فهي عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة؛

- أي معلومة تصل إلى السوق، وفي نفس الوقت الذي تصل فيه المعلومة تنعكس في أسعار الأسهم؛
- سعر السهم يعكسه جميع المعلومات المرتبطة بالمؤسسة داخلها وخارجها؛ حاضرها وماضيها؛
- السوق المالي لديه العديد من المتعاملين، بحيث لا يمكن لأي متعامل منهم أن يؤثر في الأسعار من خلال أوامر البيع والشراء، بل وحدها المعلومات التي تؤثر على سعر سهمها هي المتعلقة بأداء المؤسسة؛
- التحليل المالي لا يقدم أي فائدة لتوقعات سعر السهم؛
- يعتبر العائد المحقق من السهم تعويضا عن خطورته الاستثمارية.

وتتحقق كفاءة السوق عندما يكون السعر العادل للسهم قريبا أو يساوي القيمة السوقية لذلك السهم، ويحسب السعر العادل للسهم بالعلاقة التالية:

$$\text{السعر العادل} = \frac{R1}{(1+t)^1} + \frac{R2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{Rn}{(1+t)^n}$$

¹ جبار محفوظ، الأسواق المالية - مفاهيم أساسية-، ج1، دار هوم، الجزائر، 2017، ص ص 263-264.

² محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، ط2، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 111.

³ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، ط1، دار المناهج للتوزيع والنشر، عمان، الأردن، 2013، ص 143.

⁴ لوصيف كميلية، تدويل الخطر المالي وأثره على أسواق رأس المال في الدول العربية دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2019، ص84.

حيث أن:

Rn : التدفقات النقدية (عوائد السهم) خلال الفترات من 1 إلى n؛

t: معدل الخصم لهذه التدفقات.

فعلى المستثمر المقارنة بين القيمتين (القيمة العادلة والقيمة السوقية للسهم)، فكلما كانت هذه القيمة قريبة من أو تساوي القيمة السوقية، كان السوق كفؤاً في تقييم المشاريع، والعكس صحيح.

مما سبق يمكن القول أن كفاءة سوق رأس مال:

هي عبارة عن السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية خاصة الأسهم جميع المعلومات المتاحة بشكل كامل وفوري، وبالتالي تعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية، أي لا يستطيع أي مستثمر الاستفادة من معلومات خاصة لتحقيق ربح غير عادي يفوق ربح زملائه.

ثانياً: أنواع كفاءة سوق رأس المال

يوجد نوعان من الكفاءة لسوق رأس المال وهما:

1. **الكفاءة الكاملة:** في ظل وجود الكفاءة الكاملة في السوق المالي لن يستطيع أي أحد من المستثمرين الاستفادة من الفروق السعرية في تحقيق عوائد غير عادية¹. إن هذا المبدأ ينطبق تمام على مفهوم الكفاءة الكاملة، التي يتطلب تحقيقها توفير مجموعة من الشروط نوردتها فيما يلي:²

- كل المعلومات عن السوق متاحة؛ أي وصول المعلومة في نفس الوقت وبدون تكاليف لأي متعامل فيه؛

- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها؛

- للمستثمر الحرية في تنازل عن الأسهم أو شراء بالكمية التي يريدتها بسهولة ودون شروط؛

- وجود كم هائل من المستثمرين وبالتالي فإن تصرفات بعضهم كالبيع والشراء لا تؤثر على أسعار الأسهم؛

- عدم وجود فاصل زمني في وصول المعلومات والتغير في السعر، وهذا يعني حدوث تغير فوري في السعر كرد فعل على المعلومات؛

- سعي المستثمرين إلى تعظيم المنفعة من وراء استغلال ثرواتهم، وهذا راجع إلى اتصاف المستثمرين بالرشد.

2. **الكفاءة الاقتصادية:** يشير مفهوم الكفاءة الاقتصادية للسوق إلى عملية التخصيص الأمثل للموارد والأموال تكون بأقل التكاليف، حيث يستطيع الأفراد والمؤسسات في الأسواق الكفوءة اقتصادياً من استثمار الأموال في موجودات تمكنهم من الحصول على أعلى العوائد بأقل تكاليف، ولأن تكاليف البحث عن الفرص الاقتصادية هي أدنى من تلك التي يمكن إنفاقها في الأسواق الأقل كفاءة اقتصادية، فإن المستثمرين يدفعون

¹ السيد متولي عبد القادر، المرجع السابق، ص 104.

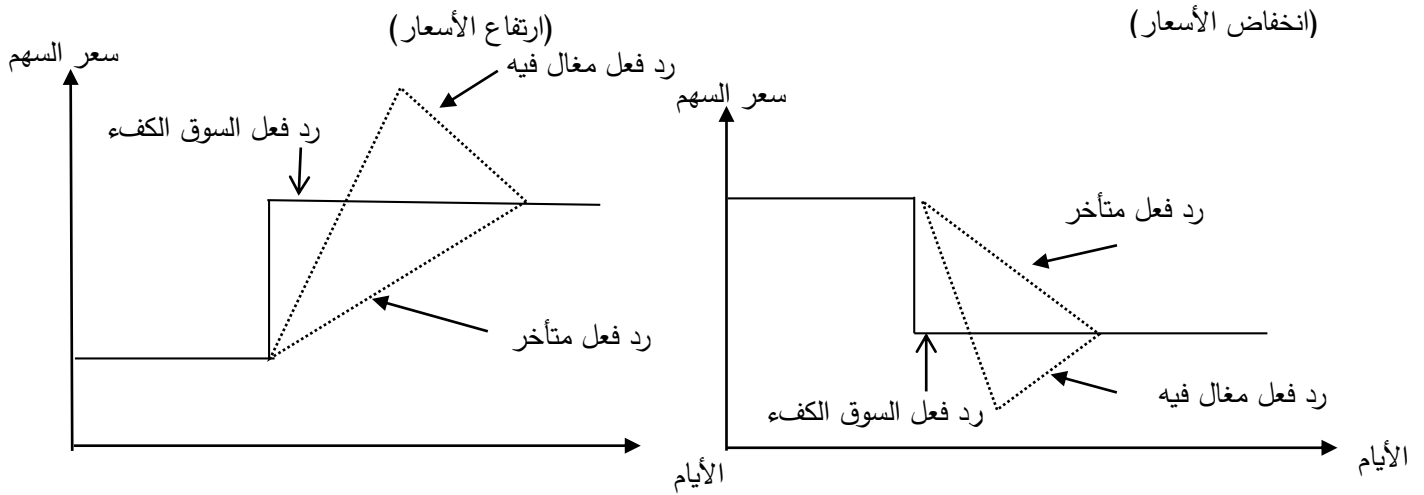
² يوسف حسن يوسف، الأوراق المالية وسوق المال العالمي، ط1، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2017، ص 44.

بالضرورة للوسطاء عمولات أقل مما يدفعون في الأسواق الأقل كفاءة اقتصادية، ولأن تكاليف الصفقات (Transaction Costs) هي إحدى المتغيرات التي تحكم في خيارات الاستثمار فإن التكاليف العالية ستحد من رغبة المستثمرين باختيار الأسواق غير الكفوة اقتصادياً¹، ويمكن القول أيضاً أن الكفاءة الاقتصادية تعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاسها على أسعار الأسهم وهذا يعني أن الأسعار قد تكون أعلى أو أدنى من القيمة الحقيقية لبعض الوقت غير أن تكلفة المعلومات والضرائب المفروضة تؤثر على قرارات الشراء والبيع لكن تباين قرارات المستثمرين بين من يشتري أو يبيع هي التي تؤدي إلى التوازن². والشكلين التاليين يوضحان ردود فعل كل من سوق الكفاءة الكاملة وسوق الكفاءة الاقتصادية:

الشكل رقم (06): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

شكل (أ): رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة

شكل (ب): رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة



المصدر: مفتاح صالح، معافي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2010، ص 193.

حيث يوضح التمثيل البياني سلوك سعر السهم في ظل السوق الكفاء وغير الكفاء بناء على المعلومات القادمة إلى السوق:

أ. الشكل (أ): بافتراض أن القيمة السوقية لسهم مؤسسة ما 30 دينار، وتم وصول معلومات سارة عن هذه المؤسسة، ففي السوق كاملة الكفاءة سيرتفع السعر فوراً إلى 35 دينار، في حين سعر السهم في السوق الاقتصادية يأخذ احتمالين:

- الاحتمال الأول: تقوم بيوت السمسرة بتقديم معلومات، وقبل أن يتأكد المستثمرين مما تكون عليه القيمة الحقيقية للسهم، يتسارع بعضهم إلى شراء السهم مما يؤدي إلى حدوث ارتفاع طفيف في سعره، وبعد يوم أو أيام يتوصل بيت السمسرة إلى نتائج محددة تقتضي أن القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية، فتزيد أوامر

¹ علي جبران عبد العالي، المرجع السابق، ص 137.

² علي كنعان، الأسواق المالية، دون دار نشر، دون بلد، دون سنة، ص 147.

ال شراء ويأخذ سعر السهم بالارتفاع إلى أن يصل إلى القيمة الحقيقية. رد فعل متأخر كما هو مبين في شكل).

- **الاحتمال الثاني:** المبالغة في المعلومات التي يحصل عليها المضاربين فيرفعون في سعر إلى أن تكون القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية للسهم، وبعد أن تصل معلومات أن القيمة السوقية مبالغ فيها، يتوقع أن تبدأ أوامر البيع في الظهور مما يؤدي إلى هبوط السعر ليصل إلى القيمة الحقيقية. (رد فعل مبالغ فيه كما هو مبين في شكل).

ب. **الشكل (ب):** بافتراض أن القيمة السوقية لسهم مؤسسة ما 30 دينار، وتم وصول معلومات غير سارة على هذه مؤسسة، ففي سوق كاملة الكفاءة سينخفض السعر فوراً إلى 25 دينار، في حين سعر السهم في السوق الاقتصادية يأخذ احتمالين:

- **الاحتمال الأول:** تقوم بيوت السمسرة بتقديم معلومات، وقبل أن يتأكد المستثمرين مما تكون عليه القيمة الحقيقية للسهم، سوف يقوم بعض المضاربين بتخفيض بسيط لعدم التأكد من المعلومات، وبالتالي تكون الاستجابة بطيئة، بعد يوم أو عدة أيام يتوصل بيت السمسرة إلى نتائج محددة تقتضي أن القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية، فتزيد أوامر البيع ويأخذ سعر السهم بالانخفاض إلى أن يصل إلى القيمة الحقيقية. (رد فعل متأخر كما هو مبين في شكل).

- **الاحتمال الثاني:** المبالغة في المعلومات التي يحصل عليها المضاربين المتشائمون، فيقومون بخفض في سعر إلى أن تكون القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية للسهم، وبعد أن تصل معلومات، يتوقع أن تبدأ أوامر الشراء في الظهور مما يؤدي إلى صعود السعر ليصل إلى القيمة الحقيقية. (رد فعل مبالغ فيه كما هو مبين في شكل).

المطلب الثاني: متطلبات أو شروط الكفاءة في سوق رأس المال

يتطلب تحقق الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال: كفاءة التسعير كفاءة التشغيل:

أولاً: كفاءة التسعير

لقد عرفت السوق التي تمتاز بكفاءة التسعير، أو ما يسمى الكفاءة الخارجية، الأسواق التي تكون فيها الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة والمناسبة لتحديد قيمة السهم، وبالتالي فإن كفاءة التسعير تقوم على أساس أن سعر الأسهم في الفترة القادمة هو عبارة عن مجموع سعره في الفترة الحالية مضافاً إليه العائد المنتظر خلال تلك الفترة؛ وعليه فإن المعلومات المتاحة في الفترة الحالية هي منعكسة في السعر الحالي، أما في الفترة القادمة فقد يكون مخالفاً لهذا السعر¹.

¹ جبار محفوظ، الأسواق المالية - مفاهيم أساسية -، المرجع السابق، ص 284.

ثانيا: كفاءة التشغيل

أو ما يسمى الكفاءة الداخلية، هي قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف عالية للسمسرة ودون أن يحقق صناع السوق (التاجر والمختص) هامش ربح مغالى فيه، يعتبر السوق ذو كفاءة تشغيل عالية إذا كانت عمليات التداول تتم بسرعة فائقة وبدون تأخر كبير وبتكاليف قليلة، والعكس صحيح. إن هذا يتطلب معدلات عمولة منخفضة، لتمكن المتعاملين من الاستفادة من الفروق مهما صغرت بين قيم وأسعار الأوراق المالية، ومن الضروري أن تكون الأوراق المالية القائمة متاحة فورا للتسويق، أي فورية التسوية بمعنى تنفيذ أوامر البيع والشراء وإجراء المقاصة، وتسليم واستلام الأوراق المالية وتسديد ثمنها بسرعة حتى لا تبقى هذه الأوراق خارج التداول لفترة طويلة فيضعف نشاط السوق¹.

المطلب الثالث: أشكال فرضية السوق الكفاء

لقد قيل أنه في عالم يمتاز بعدم التأكد فإن المعلومة تصبح سلعة مفيدة. إذ يمكن اعتبار المعلومة التي تزيل عدم التأكد بمثابة البديل للاستثمار المنتج محل عدم التأكد؛ أي أن المعلومات ذات أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية بصفة عامة وفي السوق المالي بصفة خاصة. ترتبط كفاءة الأسواق المالية ارتباطا وثيقا بالمعلومات المناسبة، وتعتبر المعلومة عنصر أساسيا وفعال في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم يمكن تحديد مستوى كفاءة السوق. وبالتالي فإن نظام المعلومات وشموليته هو الذي يحدد مستويات الكفاءة والتي تقسم إلى ما يلي:

أولاً: الشكل الضعيف لكفاءة السوق (weak Form Efficient)

يمكن تعريف صيغة الكفاءة الضعيفة على أن أسعار الأصول المالية الحالية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبايعين عن الفترات السابقة (البيانات التاريخية)، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، وهذه المعلومات تحققت في تاريخ سابق فهي متاحة وشائعة للجميع، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون أي تكلفة².

لذلك فلا يمكن لأي مستثمر تحقيق عائد استثنائي في ظل هذا الوضع، وذلك راجع إلى أن مستوى المخاطر قد تم تحديده انطلاقاً من المعلومات السابقة، وتعرف أيضاً بنظرية الحركة العشوائية، إذ أن المستثمر يرى أن المعلومات التاريخية لا يمكنها تسعير أي أصول مرتبطة بها مستقبلاً، ولا بد أن يكون السعر مستقلاً عن الماضي، أي أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها، ولا يوجد ترابط³.

¹ بلعزوز بن علي، محمدي الطيب أحمد، المرجع السابق، ص 156.

² محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات - ، ط1، دار الشروق، عمان، الأردن، 2005، ص284.

³ المكان نفسه.

تبعاً لما تقدم فالسوق المالية ضعيفة الكفاءة، هي الأسواق التي تعكس أسعارها بشكل كامل، دائم، سريع، وغير متحيز جميع المعلومات المتعلقة بالسلوك الماضي للأسعار أو جميع المعلومات التاريخية للأوراق المالية.

هناك طرق لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقاً للصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق من أهمها:

1. **اختبار الأنماط:** يتم الاعتماد على الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، أي تحليل التسلسلات الصاعدة والنازلة في حركة الأسعار، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات أو الدورات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار، ومدى الفترة في كل مرة، ويتم وضع إشارة لكل نوع من التغيرات وتظهر كما يلي¹:

(+): تعني حركة سعرية بالزيادة؛

(-): تعني حركة سعرية بالانخفاض؛

(0): تعني عدم الحركة.

2. **اختبار سلسلة الارتباط:** هو أداة تحليلية تستخدم في دراسة التغيرات السعرية للورقة المالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، حيث في المدى الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار، تم تقديم هذا الاختبار بواسطة فوجيستو فاما في الخمسينيات، عندما قام باختبار 30 سهماً مكون لمؤشر داو جونز وذلك من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة من العوائد المتتالية لفترة من يوم إلى عدة أيام. وقد بين أن نسبة ضئيلة من الأسهم تغير أسعارها يرتبط بالتغيرات السابقة، وتصبح هذه النتيجة بمثابة تأكيد واقعي لفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة ونظرية الحركة العشوائية للأسعار².

ثانياً: الشكل متوسط القوة لكفاءة السوق (Semistrong Form Market Efficiency)

هي أسواق تعكس أسعارها المعلومات التاريخية والحالية المتاحة، ويقصد بالمعلومات المتاحة تلك المتعلقة بالشؤون الدولية والظروف الاقتصادية المحلية، أو ظروف الصناعة أو المؤسسات ذات العلاقة عبر تقاريرها المالية المنشورة مثل توزيعات الأرباح على المساهمين، أو تغير في معدلات الفائدة، ظروف التضخم، وإلى غير ذلك من الظواهر التي تؤثر على الأسعار السوقية للورقة المالية، ولا يمكن للمستثمر في هذه الأسواق تحقيق أرباح غير عادية، ويمكن تحديد هذا النوع من الأسواق من خلال مدى سرعة استجابة الأسعار للأحداث الجديدة وذلك باستخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية أو التحليل القطاعي. تركز فرضية كفاءة السوق شبه قوية أو شبه نموذجية أو الشكل متوسط القوة لكفاءة السوق على حجز المعلومات العامة عن أسعار الأسهم، وفقاً لمفهوم الكفاءة الشبه القوية عندما تصل المعلومات العامة عن المؤسسة. يتم حجزها

¹ سالم صلال الحسنوي، الإدارة المالية الحديثة، ط1، دار الرضوان، عمان، الأردن، 2018، ص51.

² بن امر بن حاسين، حسين جديدين، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013، ص 252.

على الفور في سعر سهمها، على سبيل المثال، تنص كفاءة السوق شبه قوية على أن الأسهم العادية يجب أن تستجيب على الفور لإعلانات الأخبار الغير متوقعة من قبل المؤسسة فيما يتعلق بأرباحها المستقبلية¹. تبعا لما تقدم فالسوق المالية متوسطة القوة لكفاءة السوق، هي الأسواق التي أسعارها تعكس بشكل كامل، دائم، سريع وغير متحيز جميع المعلومات العامة الحالية المتوفرة بشكل علني، وبالتالي ليس هناك قاعدة تداول مبنية على المعلومات العامة، بإمكانها تحقيق عوائد غير عادية. لاختبار هذا الشكل من الكفاءة لأي سوق مالية، هو اختبار مفتوح، نتيجة تعدد وتجدد الحوادث الهامة التي تواجهها المؤسسات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق المالية، سواء تخص المؤسسة المصدرة في حد ذاتها أو المؤسسات في نفس القطاع، فهناك باحثون قامو بحسابه يوما واحدا، وآخرون قامو بحسابه على أساس أسبوعا، وآخرون قامو بحسابه على أساس شهر، وأجروا اختباراتهم على هذا الأساس وبحسب طبيعة المعلومات التي اختبروا استجابة أسعار السوق إليها، من أجل الاختبار لابد أولا من تحديد نموذج لحساب العوائد المتوقعة، وهنا لابد من الإشارة إلى ثلاث نماذج، على العموم استخدمها الباحثون لتقدير العوائد المتوقعة، وهي:

1. **نموذج السوق:** يشير هذا النموذج إلى أن عوائد الورقة المالية (j) وعوائد محفظة السوق مرتبطة خطيا، أي يفرض أن عائد الورقة هو دالة لعائد السوق فقط، والصيغة الرياضية للنموذج هي²:

$$\widetilde{R}_{jt} = \alpha_j + bR_{mt} + \widehat{e}_{jt}$$

نموذج السوق ليس مدعم بأية نظرية فهو يفرض بأن كل من الميل (b) والحد الثابت (α_j) يكون ثابت طوال فترة التقدير، وهذا الافتراض قد تم نقده على أنه افتراض متطرف (غير واقعي)، خاصة إذا كانت السلسلة الزمنية طويلة.

2. **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM):** يستخدم هذا النموذج لتسعير الأصول الرأسمالية، هي

استخدام CAPM، والذي يتضمن الخطوات التالية:³

- تقدير المعدل الخالي من المخاطر R_f ؛
 - تقدير معامل beta لسهم المؤسسة، الذي يعتبر مؤشرا على درجة المخاطر، وهو مؤشر للمخاطر النظامية (أو المخاطر غير القابلة للتوزيع في السوق)؛
 - تقدير معدل العائد على محفظة السوق؛
- لتقدير معدل العائد المطلوب على سهم المؤسسة، باستخدام معادلة (CAPM):

¹ Saunders A; Cornett Marcia Million, **Financial markets and institutions**, 5th ed, McGraw-Hill, New York, 2012, p274.

² محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، دار إثراء، عمان، الأردن، 2010، ص144.

³ Kent Baker H ; Gary E Powell, **Undertanding Financial Management – A Practical Guide**, Blackwell , USA, 2005, p144.

لتقدير معدل العائد المطلوب غالباً ما يقدر المحللون معدل العائد المطلوب الذي يطلبه المساهمون للاحتفاظ بسهم المؤسسة بناء على نموذج المخاطر والعائد، تقدم معادلة (CAPM) التي تنص على أن معدل العائد المطلوب على حقوق الملكية هو دالة المعدل الخالي من المخاطر بالإضافة إلى علاوة على أساس المخاطر النظامية.

$$K_s = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

حيث:

K_s : هو معدل العائد المطلوب؛

R_f : هو معدل العائد الاسمي الخالي من المخاطر؛

R_m : هو معدل العائد المتوقع في السوق؛

β_i : هو معامل بيتا (مقياس المخاطر المنتظمة للسهم).

حيث أن علاوة المخاطرة لسهم معين i هي: $\beta_i(R_m - R_f)$

3. نموذج التسعير المرجح APT: هو اختبار قدرة نموذج آخر طرحه روس (Ross) في عام (1976)، ويطلق عليه اسم نموذج أو نظرية التسعير المرجح في تفسير البواقي \widehat{e}_{jt} المقدمة سابقاً، فالنماذج السابقة تفترض أن هنالك عاملاً واحداً هو الذي يستخدم لتفسير عائد الورقة المالية والمتمثل في عائد محفظة السوق، أما نموذج (ATP) فقد استخدم العديد من العوامل لتفسير عوائد الورقة المالية وليس عاملاً واحداً فقط، وتبدأ النظرية بافتراض أن أي ورقة مالية هي عبارة عن الدالة الخطية لتحرك مجموعة من العوامل الأساسية (\tilde{F}_k) التي تعم بتأثيرها على جميع الأوراق المالية، والصيغة الرياضية للنموذج هي كما يلي¹:

$$\tilde{R}_{jt} = R_{ft} + b_{jt1}\tilde{F}_1 + \dots + b_{jtk}\tilde{F}_k + \widehat{e}_{jt}$$

حيث:

b_{jtk} : حساسية عوائد الموجود (j) للعامل (k) وتحسب كما يلي:

$$b_{jtk} = \frac{COV(R_{jt}, \delta\tilde{k})}{VAR(\delta\tilde{k})}$$

$\delta\tilde{k}$: العائد المتوقع للمحفظة البديلة التي تمتلك حساسية مقدارها (1) تجاه العامل (k) وحساسية مقدارها (0) تجاه العوامل الأخرى.

$$\tilde{F}_k = (\tilde{\delta} - R_{ft})$$

وبذلك نموذج (CAPM) من الممكن النظر إليه على أنه حالة خاصة من (ATP)، لأنه في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يكون معدل عائد السوق الوحيد المناسب لتفسير عائد الورقة المالية والعوامل الأخرى تأثيرها صفري، وكذلك يمكن القول على أنه لم يتم تحديد عدد العوامل التي تكون في نموذج (ATP)، لكن نتائج الدراسات التجريبية التي أجريت على (ATP) أشارت بأن النموذج أظهر تحسناً في

¹ محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص ص 145-146.

تفسير بواقى نموذج (CAPM) والعكس غير صحيح. ويتم تحديد النموذج الذي سيستخدم في حساب العوائد المتوقعة للورقة المالية في تاريخ الإعلان عن الحادثة الهامة وللفترات التي تسبق وتلي هذا التاريخ، يتم حساب بواقى النموذج وفق الصيغة التالية:

$$\hat{e} = R_{ft} - \bar{R}_{jt}$$

حيث أن:

R_{ft} : هو العائد الفعلي للورقة المالية (j) في الوقت (t).

\bar{R}_{jt} : هو العائد المتوقع للورقة المالية (j) في الوقت (t)، الذي تم الحصول عليه من نموذج العائد المتوقع.

وأما في ما يخص العوائد غير عادية في ظل السوق المالية الكفاءة بصيغة شبه القوية فإن قيم هذه فيجب أن تكون (0) بعد تاريخ الإعلان عن الحادثة الهامة، (موجبة) أثناء وقبل تاريخ الإعلان إذا كانت الحادثة المعلن عنها مواتية أي في صالح المؤسسة المصدرة للورقة المالية، و(سالبة) أثناء وقبل تاريخ الإعلان، إذا كانت الحادثة المعلن عنها غير مواتية، أما إذا كانت قيم العوائد غير العادية ليست صفرية بعد تاريخ الإعلان فإن هذا يعني عدم تحقق الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات العامة، أو قيمتها سالبة أو موجبة أثناء وقبل تاريخ الإعلان عن الحوادث المواتية أو غير المواتية على التوالي، فإن هذا يعني انعكاسا متحيزا للمعلومات في الأسعار، وعند تحقق واحد أو كلا الحالتين السابقتين الانعكاس غير الكامل والبطيء، والانعكاس المتحيز؛ فإن هذا يترتب عليه عدم كفاءة السوق المالية بالشكل شبه القوي، ووفقا لهذا المبدأ اختبر العديد من الباحثون الكفاءة شبه القوية للأسواق المالية، موضع دراستهم.

ثالثا: الشكل القوي لكفاءة السوق (Strong form efficiency)

مدلول الشكل القوي لكفاءة السوق المالية يمكن عرضه كما يلي:¹

بموجب الشكل القوي لكفاءة السوق، فإن أسعار الأوراق المالية تعكس بشكل كامل أو جل أو جميع المعلومات، وهذه المعلومات تتكون من المعلومات العامة (المتوفرة بشكل علني) والمعلومات التي تتدفق من القنوات الخاصة (السرية غير المعلنة)، أي أن المستثمر ليس بإمكانه تحقيق عوائد غير عادية حتى ولو استعان بخبرات محلي ومستشاري الأسواق المالية، والسبب في ذلك هو تغيرات أسعار الأوراق المالية هي متغيرات عشوائية مستقلة وأنه ليس هناك من يحتكر وسيلة للوصول إلى المعلومات السرية ذات القيمة. عليه، إذا ما كانت هناك معلومات خاصة يملكها بعض المطلعين فإن أسعار السوق سوف تعكس بالكامل جميع المعلومات؛ وبالنتيجة فإن هؤلاء المطلعين لا يكونون قادرين على تحقيق عوائد غير عادية من خلال التداول بالاعتماد على ما يحتكرون من معلومات غير متاحة للآخرين، وتعد أسعار الأسواق المالية الكفاءة

¹ محمد على إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص ص 126-127

بشكل قوي أسعار عادلة دائماً وإنه ليس بإمكان أي مشترك في السوق وضع تنبؤات متفوقة بشكل متناسب لأسعار الأوراق المالية المستقبلية.

يهتم كل من الشكلين الكفاءة الضعيفة وشبه القوية للسوق المالية بالمعلومات التي يحصلون عليها بتكاليف منخفضة نسبياً، حيث يتوجب أن تنعكس كلياً وبسرعة في أسعار السوق كونها متوفرة بسهولة لجميع المشتركين، بينما الشكل القوي يهتم أيضاً بالمعلومات المكلفة (المعلومات الخاصة والسرية)، والتي ربما تكون معروفة من قبل بعض المطلعين ستأخذ طريقها إلى السوق المالية وتنعكس في أسعارها بسرعة عالية جداً، والسبب في ذلك هو أن الاستخدام المربح لهذه المعلومات سيكون حافزاً قوياً لدرجة أن هذه المعلومات تكون منعكسة في الأسعار، فإن مضمون هذا يشير بأن المعلومات السرية تكون مشتركة أيضاً بشكل كامل في تحديد أسعار الأوراق المالية، وبالنتيجة فإن هذه المعلومات السرية سوف لن تكون مفيدة في تطوير استراتيجيات التداول.

تبعاً لما تقدم، فإن السوق المالية ذات الكفاءة القوية هي السوق التي تعكس أسعارها بشكل كامل، دائم وغير متحيز جميع المعلومات سواء العامة أو الخاصة

ولاختبار الشكل القوي لكفاءة السوق المالية يجب الاهتمام بتحديد ما إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة (العامة والخاصة) هي منعكسة بشكل كفاء في الأسعار وليس هناك من يملك معلومات سرية غير منعكسة، أي ليس هناك أي مستثمر بإمكانه تحقيق عوائد تداول أعلى مما يحققه المشتركين الآخرين، لذلك يتم اختيار كفاءة الأسواق المالية ضمن هذا الشكل من خلال مقارنة أداء المتطلعين على المعلومات مع أداء مشتركين السوق الآخرين، فإذا ما كان أدائهم أفضل بشكل هام فإن هذا دليل على عدم كفاءة السوق المالية بالشكل القوي لأنهم امتلكوا معلومات خاصة غير منعكسة في الأسعار وغير متاحة للآخرين، استخدموها في تداولهم وحققوا منها التفوق في السوق أما إذا كان أدائهم مساوياً أو دون أداء السوق ككل فإن في ذلك دلالة على كفاءة السوق المالية بالشكل القوي، وعليه تنقسم اختبارات هذا الشكل من الكفاءة إلى نوعين:¹

1. **النوع الأول:** هذا النوع من الاختبارات التي تدرس إذا كانت العوائد غير العادية متأتية بشكل مباشر من المعلومات الخاصة، حيث أن المعلومات الخاصة لا يمكن حصرها بالتحديد ضمن مجموعة معينة، فإن هذه الاختبارات تفحص الأداء الاستثماري للأفراد أو المجموعات التي من الممكن أنهم يمتلكون معلومات خاصة (مثل مدير وموظفي المؤسسة، المتخصص، حملة الأسهم الذين يملكون أكثر من 10% من الأسهم المصدرة وغيرهم من المطلعين).

2. **النوع الثاني:** هذا النوع من الاختبارات يفحص الأداء الاستثماري لمشاركي السوق الرئيسيين، لذلك فإن هذا النوع من الاختبارات يسعى لمعرفة ما إذا كان هؤلاء المشتركين يملكون معلومات سرية غير معلنة يتمكنون من خلالها تحقيق التفوق في السوق، وعليه فإن المؤسسة التي اختبر أدائها بشكل متكرر من قبل

¹ محمد على إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص ص 147 - 148.

الباحثين باعتبارها أحد المشتركين الرئيسيين في السوق المالية، هي صناديق الاستثمار¹ وقد أشار جنسن بأنه طالما أن مدرء هذه الصناديق يعملون في الأسواق المالية كل يوم ويمتلكون جمعيات واتصالات واسعة النطاق في كلا مجتمعي المال والأعمال، فإنه يتوجب وضعهم على أساس أنهم مطلعين.

المطلب الرابع: خصائص السوق الكفاء

وتتمثل خصائص السوق الكفاء في الآتي:

أولاً: السيولة

تعتبر السيولة مفهوم هام في الأسواق المالية، وتعني أنه يمكن إجراء تداولات أو تبادلات على كل الأدوات الاستثمارية المتاحة في أي وقت وبسرعة وسهولة متى ما اتفق بائع ومشتري الأداة، وبأسعار معقولة قريبة من آخر التداولات التي أجريت على الأداة نفسها، بحيث يكون هناك تغيير طفيف في سعر الأداة بين تداول وآخر، وحتى يملك السوق السيولة يجب أن يمتلك عمقا كافيا من خلال وجود عدد كبير من المشترين والبائعين الذي يضمنون حركة السوق واستمرارية التداول من خلال رغبتهم في إجراء التداولات من بيع وشراء بأسعار قريبة من السعر السوقي للسهم وفقا لكل مرحلة من مراحل حركة سعر السهم².

ثانياً: كفاءة تخصيص الموارد

إن المهمة الأساسية للأسواق المالية هي تحويل فائض الأموال ممن لديه فائض إلى من يحتاج إليها، وهي مهمة ليست سهلة لأن أحد شروطها أن تتم بكفاءة، أو ما يسمى بكفاءة التخصيص، وتشير كفاءة التخصيص إلى مدى فاعلية الأسواق المالية في توجيه الاموال إلى الاستثمارات التي تحقق أقصى قيمة ممكنة³.

ثالثاً: شمولية السوق

شمولية السوق ترتبط بعدة عوامل أهمها حجم التداول وعدد المتعاملين في السوق، حيث يعتبر السوق شاملاً أو واسعاً، إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين في السوق قليلاً وكان حجم التداول الناتج قليلاً فإن السوق تكون ضيقة، وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقاً⁴.

¹ صناديق الاستثمار: هي شركات مالية تستقطب المدخرات وتوظفها في استثمارات مالية مثل شراء الأسهم والسندات أو في شراء أدوات الدين قصير الأجل، فهي تجمع المدخرات وتوظفها في مجالات عديدة وبما يقلل من مجموع المخاطرة من خلال التنوع.

² السيد متولي عبد القادر، المرجع السابق، ص 104.

³ سالم صلال راهي الحساوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، المرجع السابق، ص 54.

⁴ بن ابراهيم الغالي، بن الضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص 63-64.

رابعاً: حيوية السوق

عندما يحدث اختلال في التوازن ما بين العرض والطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية السوق، ويكون الفرق ما بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقاً، ويتم إنجاز أي صفقة بيع أو شراء بسرعة، ويكون حجم التداول كبيراً، ويعتبر وجود وسائل سريعة للاتصالات من العوامل الأساسية والضرورية لحيوية السوق¹.

خامساً: الأمان

بمعنى توفير قدر ممكن من الحماية ضد المخاطر المختلفة في التعاملات، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي يعتمد عليها بعض الفرقاء، ويتعلق الأمان بتنظيم السوق وتحديد السياسات والإجراءات التي تحمي المستثمرين وتحافظ على سلامة واستقرار النظام المالي².

سادساً: استمرارية الأسعار

وتعني أن أسعار الأوراق المالية تتغير تغير طفيف من صفقة إلى أخرى، إلا إذا كانت هناك معلومات تستوجب التعديل في الأسعار³.

سابعاً: عمق السوق

تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرار السعر وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من أوامر البيع وأوامر الشراء أي مشترون وبائعون مستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى أو أدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب دخل هؤلاء البائعون والمشترون المحتملون إلى السوق فور التداول، الأمر الذي يؤدي إلى إزالة أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية، وتدعى الأسواق المالية التي تفتقد خاصية العمق بالأسواق الضحلة لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع، لأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعاً وينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، أما في الأسواق العميقة فإن الأسعار لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلى أخرى، ينتج عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة⁴.

¹ بن ابراهيم الغالي، بن الضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص 64.

² نجاح عبد العليم، عبد الوهاب أبو الفتاح، المرجع السابق، ص 248.

³ بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، المرجع السابق، ص 64.

⁴ أسماء كسري، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، ط1، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، عمان، الأردن، 2016، ص 46.

المبحث الثالث: مفهوم سيولة الأسواق المالية

سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى السيولة ونشأتها بصفه عامة وسيولة الأسواق المالية بصفة خاصة والتي هي تعتبر الموضوع الرئيسي لبحثنا.

المطلب الأول: ماهية السيولة

هناك عدة تعريفات لمصطلح السيولة تختلف باختلاف نوع السيولة المراد التعرف عنها لذلك سنحاول معرفة نشأة السيولة ثم إعطاء بعض التعريفات لها.

أولاً: نشأة السيولة

لقد نشأت السيولة عبر عدة مراحل سيتم سردها فيما يلي:¹

تعود أقدم شكل من أشكال السيولة التي تم تطويرها أثناء التجارة هي نظام المقايضة، أي كل فرد ينتج سيولته الخاصة، إذا كان لديه أداة مستخدمة (بضاعة في القدم) في نطاق واسع، يمكنه المقايضة بها بسهولة وبسرعة جيد، أي أن الأداة أصبحت أداة سائلة حلت محل النقود.

والأفراد الذين لا يحتاجون هذه البضاعة سيقومون بقبولها وشراءها لأنهم على دراية بأنهم سيستخدمونها في مقايضة أخرى لاحقاً بكل سهولة، بعبارة أخرى أخذت هذه السلع دور ما يسمى "وسيط التبادل"، وأصبحت سلع نقدية وفي حالة وجود فائض أو نقص في المنتجات، فإنها معضلة للمالكين، لذلك هذه المنتجات يجب أن تخزن في مكان آمن، مخفي عن الحشرات والحيوانات المفترسة واللصوص، وبالتالي نشأ الطلب على وسيلة آمنة ومريحة للتخزين بشكل طبيعي.

وبمرور الوقت أصبحت الوسيلة الرئيسية للتبادل هي السلع التي يطلق عليها الأشخاص "القيمة الداخلية"، مثل الذهب، وبدرجة أقل المعادن الثمينة الأخرى كالفضة والأحجار الكريمة. هذه هي مخزن القيمة منذ تلك العصور، بغض النظر عن الموقع الجغرافي والدين والثقافة فقد أقبل الناس بسرور تعاملوا بها. وبالتالي تقدموا تلقائياً للسيولة.

كتب مانجر (Menger) عام 1892 "نظرية النقود تفرض بالضرورة نظرية قابلية البضاعة للبيع" والسبب في أن المعادن الثمينة أصبحت وسيلة تبادل شائعة والسبب في ذلك هو قابليتها للبيع تتفوق بشكل كبير عن باقي السلع، وهي مؤهلة للوظائف المصاحبة والتكميلية للنقود، وعرض مانجر الدوافع التي تجعل الذهب يصبح نقوداً: الندرة الطبيعية، والتوزيع الجغرافي، وسهولة الاستخراج، وتكلفة النقل المنخفضة، سهولة التخزين، بالإضافة إلى ذلك لونه الذهبي.

لماذا يحتاج الأفراد السيولة؟ الجواب المعتاد هو لأن التبادل السلعي غير مريح، وليس هذا هو السبب الوحيد، كانت السلع المتداولة مفيدة للتجارة وتراكم الثروة لمالكيها فقط وبالتالي أدت هذه العملية

¹ Attila A, *The evolution of liquidity*, SSRN Electronic Journal , 2014, p p 3-4

لترتيب السيولة لدى الأفراد في الزمان والمكان، وهذا الشيء أتاح لهم الاستمتاع بفوائد عملهم في الوقت الحاضر والمستقبل وفي مواقع جغرافية مختلفة، تتجلى هذه الفكرة في مفهوم السيولة عبر الأبعاد الزمانية والمكانية، مما يوفر للأفراد المرونة والقدرة على إدارة ثروتهم بفعالية.

في عاملنا غير المثالي، تكون السيولة والنقود مفهومان لا يمكن فصلها بسهولة، فالنقود تعتبر وسيلة فورية للدفع وتمثل شكلا من أشكال السيولة، إن النقود سائلة لأن قيمتها معروفة ومقبولة من الجميع، ويتم قبولها قانونيا، قد لا تكون قيمة النقود دائما واضحة، ولكنها تظل جزءا أساسيا من التبادل الاقتصادي وإدارة الثروة.

ثانيا: تعريف السيولة

بالرغم من تعدد مفاهيم التي تحدثت عن مفهوم السيولة إلا أنها تصب في المعنى نفسه، هناك بعض الاختلاف ناتجة عن وجهات نظر المفكرين حول تحديد درجة السيولة.

- تعرف السيولة على أنها: نسبة تهدف إلى قياس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، المؤسسة التي لديها سيولة عالية تعني أنها تستطيع سداد الدين قصير الأجل¹.

- عرفها أحد الباحثين على أنها: السيولة بشكل عام تعني المقدرة على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل عند وصول تاريخ استحقاقها².

- السيولة من معناها المطلق تعني النقدية، أما السيولة من معناها الفني فتعني قابلة الأصل للتحويل إلى نقود بسرعة وبدون تحمل أي خسائر، ويعتبر الهدف من تحويل الاحتفاظ بأصول ثابتة هو مواجهة الالتزامات المستحقة الأداء حاليا أو في غضون مدة قصيرة الأجل³.

- السيولة هي إمكانية تبادل الأدوات المالية أي بيع وشراء الأدوات المالية في ظروف معقولة ودون تغيير معتبر السعر، أي تحويل الأدوات المالية إلى سيولة بسرعة ودون تكاليف إضافية⁴.

من خلال التعاريف المقدمة سابقا: يمكن تعريف السيولة على القدرة الشاملة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل أو قدرة تحويل الأصول إلى نقدية عن طريق البيع، أي توفير سيولة بكل سهولة وسرعة.

ويمكن أن تعرف السيولة أيضا انطلاقا من مفهومين هما⁵:

¹ Reschati,A, and other, **Effect of liquidity, Profitability, and Size of Companies on Firm Value**, Utopía y Praxis Latinoamericana, V 25, N 06, 2020, Universidad del Zulia, Venezuela, p327.

² علي أحمد السالوس، إدارة السيولة في المصاريف الإسلامية، الدورة العشرون للمجتمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، 29 سبتمبر 2010، ص3.

³ شيماء يونس كاظم، أثر السيولة النقدية في مستوى أداء المصارف -دراسة تحليلية قياسية في بعض المصارف التجارية العراقية للمدة 1997-2011، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم المحاسبية، جامعة سانت كليمنس البريطانية، العراق، بغداد، 2014، ص54.

⁴ جبار محفوظ، الأسواق المالية-إستراتيجيات الاستثمار والتحوط-، ج3، دار هومه، بوزريعة، الجزائر، 2017، ص385.

⁵ سيرين سميح أبو رحمة، السيولة المصرفية وأثرها في العائد والمخاطرة- دراسة تطبيقية على المصارف التجارية الفلسطينية-، أطروحة لنيل شهادة الماجستير في إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009، ص17.

- **المفهوم الكمي (Quantity Concept):** يعتمد هذا المفهوم على كمية موجودات المؤسسة القابلة للتحويل إلى نقد، تعتمد هذا المفهوم على الموجودات فقط في تقييم السيولة، وعدم احتساب الأموال الأخرى كالإقتراض أو زيادة رأس المال والأرباح في تقييم السيولة، وبالتالي هو من المفاهيم الضيقة للسيولة.
- **المفهوم التدفقي (Flow Concept):** يعتمد هذا المفهوم على كمية موجودات المؤسسة القابلة للتحويل إلى نقد بسرعة، أي كمية الموجودات التي يمكن تحويلها بشكل فوري، بالإضافة إلى ما يمكن الحصول عليه من تسديد عملاء المؤسسة لالتزاماتهم، والتدفقات النقدية التي تقدمها الأسواق المالية على شكل ودائع أو أموال مشتراة.

ويمكن النظر إلى السيولة من وجهة السيولة العالمية على أنها:¹

- **السيولة الرسمية (Official liquidity):** هي السيولة الرسمية التي تكون في القطاع العام، ويتم تعريفها بأنها التمويل متاح دون قيود أو شروط لتسوية المطالبات من خلال السلطات النقدية. والبنوك المركزية هي التي تقوم بخلق هذه السيولة الرسمية بعملتهم المحلية. يفعلون ذلك من خلال عملياتهم النقدية المنتظمة، وفي فترات الضغط يتم دعم السيولة للطارئ.
- **السيولة الخاصة (Private liquidity):** في عالم يتسم بحركة رأس المال والأسواق المالية المتكاملة دولياً، أصبح مفهوم السيولة العالمية يغطي السيولة الخاصة أيضاً. في الوقت الحاضر، من المحددات الرئيسية لشروط التمويل للاقتصاد الدولي الأوسع سلوك القطاع المالي واستعداده لتوفير التمويل عبر الحدود أي باستعمال العملة الأجنبية.

المطلب الثاني: سيولة الأسواق المالية

بعد تعرفنا على مصطلح السيولة سنحاول في هذا المطلب الإلمام ببعض الجوانب المتعلقة بسيولة الأسواق المالية.

أولاً: تعريف سيولة الأسواق المالية

- لا يوجد تعريف محدد لسيولة الأسواق المالية أو ما يطلق عليها باسم الأسواق المالية السائلة، وذلك راجع إلى اختلاف وجهات النظر إلى هذا المصطلح، سنحاول عرض مجموعة من تعاريف التي قدمها الباحثون في هذا المجال:
- التعريف العملي لسيولة السوق هو أن تتسم السوق بالسيولة إذا كانت المعاملات يمكن أن تتم بسرعة كبيرة وبتأثير ضئيل على السعر².

¹ Jean Pierre L, **Global liquidity – concept, measurement and policy implications-**, Bank for International Settlements, N 45, 2011, Basel, Sitzerland, p4.

² Claudio B, **Special feature, Market liquidity and stress, selected issues and policy implications**, BIS Quarterly Review, 2000, p38.

- قدرة السوق على استيعاب كمية كبيرة من الصفقات دون التسبب في تحركات مفرطة في الأسعار. بالإضافة إلى ذلك، تتميز الأسواق السائلة بفوارق العرض والطلب الضيقة. هذا يعني أن المعاملات تتم بطريقة فعالة من حيث التكلفة (تكاليف قليلة)¹.
- يمكن القول أن السوق المالي السائل هو السوق الذي يتم التداول فيه بعمق واتساع، أي إذا كان للسوق العديد من المشترين والبائعين².
- تشير السيولة إلى القدرة على تنفيذ معاملات بالحجم المطلوب في فترة زمنية قصيرة مع تأثير ضئيل على السعر. تضيف المؤلفات الأكاديمية الواسعة حول بنية السوق مقاييس مختلفة تعكس أبعادًا مختلفة للسيولة في السوق. يمكن تصنيف مقاييس السيولة الحالية تقريبًا إلى ثلاث فئات: مقاييس نشاط التداول (على سبيل المثال: حجم التداول، متوسط حجم التجارة)، مقاييس تكلفة المعاملات (على سبيل المثال، الفرق العرض والطلب، تأثير السعر)، ومقاييس عرض السيولة (على سبيل المثال: مخزون التاجر)، ونظرًا لتسعير السيولة، أي القدرة على بيع الأصل بسرعة لها قيمة في حد ذاتها، فإن بعض هذه التدابير لا تعكس فقط تكاليف التنفيذ المباشرة، بل تعكس أيضًا العلاوة المدفوعة مقابل المزيد من الأصول السائلة. يمكن رصد بعض هذه المقاييس عند ترددات محددة (على سبيل المثال: يوميًا)، ولكن يمكن تقدير العديد من هذه المقاييس بالبيانات اليومية واللحظية³. في هذا الجزء لم يقدم تعريف عملي لسيولة السوق بل تم التطرق بشكل مختصر إلى طرق قياس سيولة الأسواق المالية.

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف سيولة الأسواق المالية على أنها الأسواق المالية التي يتم فيها تداول عدد كبير من الصفقات المالية (يمكن أن تكون صفقات الأسهم) في فترة زمنية قصيرة، بمعنى وجود عدد كبير من البائعين والمشترين لهذه الصفقات المالية يقومون بعمليات الشراء والبيع في وقت قصير، وبتأثير قليل على أسعار الصفقات.

السوق الأكثر سيولة هو الذي يحتوي على النقد لأنه يمكن تحويله على الفور إلى أصول أخرى. أما الأسواق المالية التي تتعامل مع الأصول المادية الأقل سيولة مثل: العقارات؛ حيث تستغرق عملية البيع وقتًا أطولاً هي الأسواق الأقل سيولة، وأهم الأسواق المالية السائلة وترتيبها من حيث السيولة كما يلي⁴:

- **سوق الفوركس (Forex):** ينظر إلى سوق الفوركس على أنه أكثر الأسواق المالية سيولة في العالم، يتم فيه تداول من قبل الحكومات، البنوك وحتى الأفراد، وعلى عكس الأسواق الأخرى عالية السيولة، فإن

¹ IOSCO, **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets**, Report of the IOSCO Emerging Markets Committee, 2007, p6

² Mishkin Frederic S , **The economics of money, banking and financial markets**, 14 th ed, Pearson Addison Wesley, Toronto, 2011, P84.

³ U.S. Securities and Exchange Commission , **Access to Capital and Market Liquidity**, 2017, p 70.

⁴ Rebecca C, **What is market liquidity? Definition, calculation, and examples**, (22-12-2021) 20 :50.

سوق الفوركس لا يتميز بأسعار مستقرة ويشتهر بتقلباته، وهو ما يجعله مميّزا للغاية وينال إقبال من قبل المتداولين.

- **سوق الأسهم (Stock):** يختلف سوق الأسهم ككل من حيث مفهوم السيولة، حيث تكون أسهم المؤسسات الكبيرة أكثر سيولة بشكل عام من المؤسسات الصغيرة، وتتمتع هذه الأسهم الأكثر سيولة بأسعارها أكثر استقراراً ومن المرجح أن يكون لديها عدد أكبر من المتداولين النشطين الراغبين في شرائها وبيعها.
- **سوق السلع (Commodities):** لكل سلعة مستويات مختلفة من السيولة. فالنفط مثلاً هو السلعة الأكثر تداولاً، مما يعني أن سوق النفط عبارة عن سوق سائل، على الرغم من أنه يعاني من بعض المشكلات مثل: نقص التخزين قد تؤدي إلى نشأت مخاطر السيولة لذا لا يكون هناك رغبة في شراء هذه السلعة من قبل المتعاملين في السوق.

ثانياً: أبعاد سيولة الأسواق المالية

الافتراضات الأساسية للسوق السائلة هي وجود عدد كبير من المشترين والبائعين في جميع الأوقات، والقدرة على تنفيذ الصفقة المالية بنفس السعر السابق، وقدرة السوق على استيعاب المعاملات الكبيرة والأسعار المرتفعة، دون آثار سعريه كبيرة (زيادات طفيفة في الأسعار)، فيما يتعلق بحقيقة أن السيولة هي ظاهرة متعددة الأبعاد، فمن المستحيل قياسها بواسطة بعد واحد أو بعدين يجب علينا دمج الأبعاد من أجل قياس سيولة السوق، وقد تم عرض جوانب وأبعاد سيولة الأسواق المالية من قبل **Von Wyss (2004)** فيما يلي:¹

1. **وقت التداول:** يقصد به بأنه القدرة على تنفيذ الصفقة فوراً بالسعر السائد، أي إمكانية تنفيذ الصفقة سواء بيع أو شراء الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي في مدة وجيزة بالسعر المطروح بالسوق سواء (زيادة أو نقصان) عن القيمة الحقيقية لهذه الأدوات؛ وقت الانتظار بين الصفقات هو مقياس وقت التداول.
2. **الضيق:** القدرة على شراء وبيع أصل بنفس السعر تقريباً في نفس الوقت، يجادل بأن الضيق يظهر التكلفة المرتبطة بالمعاملات.
3. **العمق:** القدرة على شراء أو بيع كمية معتبرة من الأصول دون التأثير على السعر المعلن، إن انعدام السيولة لها أثر سلبي على السعر عند حدوث التداول بشكل خاص وعلى عمق السوق بشكل عام، يتميز بعد العمق بوجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء مع تغيرات طفيفة في الأسعار، أي توجد مضاربة في بيع وشراء الأصل لكن هذه المضاربة لا تؤثر بشكل كبير على أسعار الأصول.
4. **المرونة:** القدرة على شراء أو بيع عدد معين من الأدوات المالية المتداولة في السوق مع تأثير ضئيل على السعر المعلن. بينما يتعلق جانب عمق السوق بوجود عدد أفضل عروض البيع أفضل أسعار الطلب، أما المرونة تأخذ في الاعتبار مرونة العرض والطلب في السوق، حيث يجادل في هذا كل من يجادل

¹ Benić V; Frančić I, **Stock Market Liquidity: Comparative Analysis of Croatian and Regional Markets**, Financial Theory and Practice, V 32, N 04, 2008, p 479-480.

Dong و KempfYadav (2007) في موضوع المرونة حيث تقيس مدى سرعة عودة الأسعار إلى المستويات السابقة بعد أن تم تغييرها في إطار صفقة كبيرة الحجم.

وهناك تصنيف آخر لأبعاد سيولة السوق المالي سنحاول إيجازها في الجدول التالي:

الجدول رقم(02): أبعاد سيولة السوق المالي

| أبعاد السيولة | وصف الأبعاد | الإجراءات |
|-------------------------|--|--|
| السرعة أو الفورية | يشير مصطلح السرعة إلى الوقت الذي يستغرقه إكمال ملف صفقة، أو الوقت اللازم لإتمام عملية تداول أو الصفقة؛ وكذا يعتبر صناع السوق هم مصدر دائم للسرعة وذلك من خلال قيام بعمليات البيع والشراء؛ | عدد صناع السوق: هم الكيانات التي تسهل التداول الذين يلعبون دورا أساسيا في توفير السيولة للأصول المالية في السوق. |
| | بموجب نظام تداول الوكالة، و يعتمد العثور على تطابق أو شريك تجاري على تواتر المعاملات وعمق الاهتمام المستمر بالتداول في الأوراق المالية. | عدد المشاركين في السوق: هم أفراد والمؤسسات المالية بأنواعها. |
| | | المرات التي يتم فيها تنفيذ الصفقات |
| | | المعاملات ومعاملات الأحجام: المعاملات بالأحجام هي إجمالي الكميات التي تمت شرائها أو بيعها من الأصل المالي خلال فترة زمنية محددة. |
| | | عدد أيام التداول الصفري: وهي الأيام التي تمر بالسوق المالي والتي لا يتم فيها أي معاملات أو تداول وذلك راجع لعدد من الأسباب منها: الكوارث، أو القرارات الحكومية... |
| العمق والمرونة | يكون السوق عميقًا عندما يكون هناك تدفق كبير لأوامر التداول من جانبي الشراء والبيع على أساس متكرر، وأن هناك حاجة إلى وجود اهتمام ورغبة مستمرين في التداول، مع وجود طلبات كبيرة في كلا الاتجاهين، يجب أن تكون أحجام التداول عالية، كما يجب أن يكون تأثير السعر للصفقات الكبيرة أقل، مما يؤدي إلى انخفاض التقلبات والمرونة، مقاييس العمق تتميز أيضًا بين أحجام التداول الإجمالية، والمقاييس القائمة على معدل الدوران، والتي تلتقط حجم التداول لكل ورقة مالية. | أحجام التداول: هي كميات الأموال أو الأسهم التي يتم تداولها في السوق، خلال فترة زمنية معينة. حيازات مخزون التاجر: تعني شراء التاجر أصول مالية؛ إذ الهدف من شرائها بيعها مستقبلا. تأثر سعر بمقاييس الحجم: تشير إلى كيفية تغير أسعار الأصول |

| | | |
|--|--|----------------------|
| <p>المالية بالاعتماد على حجم التداول، حيث يمكن أن يؤثر الحجم الأكبر للتداول على سعر الأصل.</p> | | |
| <p>نسب الدوران: تعبر عن نسبة حجم التداول (الأصول المالية المتداولة داخل السوق خلال فترة زمنية معينة) إلى إجمالي قيمة السوق (إجمالي الأصول المالية المتاحة).</p> | | |
| <p>التقلبات خلال اليوم: هي تقلبات أسعار الأصول خلال فترة التداول اليومية، يمكن أن تكون هذه التقلبات ناتجة عن التغيرات في العرض والطلب أو أحداث اقتصادية مفاجئة.</p> | | |
| <p>تجزئة السوق حسب أحجام الأوراق المالية: تشير إلى تقسيم السوق إلى شرائح، ويستند هذا التقسيم إلى حجم الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق.</p> | <p>يشير الاتساع عادة إلى الاتساق الذي يتم به توزيع السيولة ضمن فئات الأصول، والاختلافات في خصائص السيولة عبر الأسواق. يمكن التعرف على ذلك من خلال عدد وتنوع المشاركين في السوق، وعن طريق فصل الأصول إلى مستويات سيولة مختلفة، على سبيل المثال حسب الأحجام.</p> | <p>السعة</p> |
| <p>الاختلاف بين سعر الطلب وسعر العرض: يمكن أن يزيد فارق العرض والطلب عندما تكون السيولة ضيقة، أي وجود فارق كبير بين سعر الشراء وسعر البيع للأصل المالي، وهذا يؤدي إلى زيادة تكاليف الدخول والخروج من السوق.</p> | <p>يشير مصطلح "الضيقة" عادةً إلى التكلفة المالية لإتمام المعاملة، ويمكن التفريق بين مصطلح الضيق والسوق الضيقة، حيث تكون السوق ضيقة السيولة، بمعنى ذلك أن هناك نقص في عرض والطلب على الأصول المالية، وهذا يؤدي إلى تأثير سلبي على التكلفة المالية للصفقة.</p> | <p>الضيقة</p> |
| <p>الانزلاق: يمكن أن يحدث الانزلاق عندما يتم تنفيذ الصفقة بسعر مختلف عن السعر المستهدف بسبب عدم وجود مشتريين أو بائعين عند السعر المستهدف وبالتالي من الممكن أن تزيد تكلفة التداول.</p> | | |

| تعدد الأبعاد | تتضمن المقاييس متعددة الأبعاد عددًا من الميزات المذكورة | - علاوة مخاطر السيولة |
|--------------|---|---|
| | أعلاه. وعادة ما يتم تجميعها في مقاييس تستند إلى السعر وتأثير السوق. المقاييس القائمة على السعر هي: مقاييس التقلب بين الفترات وهي تقيس تقلب الأسعار بين الفترات زمنية مختلفة. مقاييس تأثير السوق هي: علاوة مخاطر السيولة المتبقية، والتي تعكس تصور المستثمرين للظروف في الأسواق الثانوية واحتمال الاضطرار إلى الحصول على خصم كبير في الأسعار عند نقطة البيع. | - درجة السيولة: تستخدم مقاييس ومؤشرات مختلفة لإنشاء درجة سيولة شاملة عبر فئات أصول الثابتة. يتم إنشاء هذه الدرجات من قبل مزودي المعلومات المالية فهي تبدأ من تجميع المعلومات إلى حتى تقديم التقارير، وتستخدم لمساعدة المستثمرين والمتداولين على تقييم مخاطر السيولة واتخاذ قرارات أفضل. |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على PWC, Global financial markets liquidity study, 2015, p19

ثالثًا: أهمية سيولة الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية مصدرًا أساسيًا لتمويل نمو الأعمال التجارية وتوفر للمستثمرين الوصول إلى الاستثمارات المناسبة وكسب العوائد، حيث أن تطوير أسواق رأس المال يعتبر كبديل للتمويل المصرفي؛ ويتم ذلك عن طريق طرح أدوات مالية جديدة داخل أسواق رأس المال للحصول على الأموال بسهولة ويسر دون اللجوء إلى البنوك للحصول على القروض التي تأخذ وقت وإجراءات كبيرة، بالإضافة إلى فوائد القروض التي يجب على المؤسسات تقديمها عند الاقتراض سواء عند ربح المؤسسة أو خسارتها.

إن اتحاد أسواق رأس المال في الاتحاد الأوروبي يسعى إلى تطوير أسواق مالية عميقة وسائلة تكمل عمل البنوك كمصدر للتمويل، وتوسع خيارات التمويل. فسيولة السوق المالية تسهل التخصيص الفعال للموارد الاقتصادية من خلال عدد من القنوات:¹

- تسهل الأسواق المالية الفعالة التدفق العالمي لرأس المال بين المستثمرين أو المدخرين، والمقترضين؛ ويعود هذا بفوائد على الاقتصاد وهذا ما تظهره الدراسات: أن السيولة في أسواق الأوراق المالية لها علاقة بمعدلات النمو الاقتصادي الحالية والمستقبلية وذلك من خلال جذب المستثمرين إلى الفرص الاستثمارية المتاحة بهذه الأسواق السائلة، وبالتالي تشجيع زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة مما يعزز من النمو الاقتصادي، وتراكم رأس المال وزيادة نمو الإنتاجية. وقد بين بتلر، وغرولون، وويستون (2002) أنه بعد التحكم في العوامل الأخرى، تفرض البنوك الاستثمارية رسومًا أقل على المؤسسات التي لديها مخزون أكثر سيولة لأنها تحتاج إلى إدارة مخاطر أقل. كما توفر أسواق رأس المال التي تعمل بشكل

¹ PWC, Global financial markets liquidity study, 2015, p p 19-20.

جيد مصادر متنوعة للتمويل بما في ذلك الأسهم والسندات والمشتقات المالية، وهذا يسمح للمؤسسات والحكومات من التنوع من مصادرها التمويلية.

- تسهل أسواق رأس المال السائلة توزيع المخاطر المالية على المشاركين في السوق، وهذه الأسواق السائلة تمكن المستثمرين من تبادل الأصول المالية بكل سهولة وسرعة، فضلاً عن تنوع محافظهم المالية وهذا يقلل من المخاطر، ويقدم فرصاً للتحوط من المخاطر عن طريق قيام المستثمرين من شراء أدوات مالية مثل الخيارات والعقود الآجلة التي تسمح لهم من حماية محافظهم من تقلبات الأسعار المستقبلية.

- السيولة ضرورية لتوليد ونشر المعلومات عن المصدر، في سياق سوق الأوراق المالية، ومن المرجح أن تكشف الحركات في سعر السهم عن معلومات مهمة حول التغيرات في قيمة المؤسسة في الأسواق المالية السائلة، وقد تعكس أيضاً مخاطر السيولة.

- تعتمد فعالية السياسة النقدية على مدى توافر السيولة في الأسواق المالية، بحيث كلما زادت سيولة الأسواق المالية أدى ذلك إلى تحقيق أهداف السياسة النقدية مثل تحفيز النمو الاقتصادي ومكافحة التضخم.

- تعتبر الأسواق المالية العميقة والسائلة مهمة للاستقرار المالي، حيث يحتاج المشاركون في السوق إلى أسواق مالية سائلة من أجل إدارة المخاطر واحتياجاتهم التمويلية بشكل فعال. وتعتبر سيولة الأسواق المالية ضرورية أيضاً للحفاظ على مرونة الأسواق المالية في أوقات التوتر، وأوقات الأزمات.

المطلب الثالث: تكاليف ضعف سيولة الأسواق المالية

يقصد بالأصل سائل هو أن هذا الأصل أو الورقة المالية من الممكن أن تُداول في السوق المالية بسرعة وبتكاليف منخفضة. أما ضعف السيولة يرتبط بتكاليف تنفيذ الصفقة، وكما يجب تبيان أن هذه التكاليف تنتقل خلال تداول الورقة المالية حيث أنه طالما كانت هذه الورقة المالية تُداول، فإن تكاليفها تنتقل من البائع للمشتري ويتحمل المشتري بدوره هذه التكاليف بناء على توقعاته بزيادة عوائد عن طريق إعادة بيع هذه الورقة بسعر أعلى من السعر الذي اشتراها به .

من الممكن تقسيم تكاليف ضعف السيولة إلى عدة مكونات:¹

أولاً: مدى الاختلاف بين سعر العرض وسعر الطلب (Spread Ask_Bid)

يقوم صانعي السوق والتجار بتحديد أسعار العرض والطلب، ثم يقوم المستثمرون بإدخال الطلبات وبأسعار محددة، والتي تبين عند أي سعر يرغبون بالبيع أو الشراء للأوراق المالية فيه، ويمثل spread الفرق بين سعر عرض وسعر طلب الأوراق المالية، ويتعلق هذا الفرق بسيولة الأسواق المالية حيث كلما كانت الأسواق سائلة يكون التداول فيها نشط أي لا توجد فرق كبير بين سعر العرض وسعر الطلب، من ما

¹ هدية حمزة القاق، العوامل المؤثرة على سيولة الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في إدارة مالية ومصرفية، المعهد العالي لإدارة الأعمال، 2013، ص ص 38-40.

يدفع المستثمرين إلى دفع تكاليف تداول منخفضة عند شراء أو بيع الأوراق المالية، وعلى العكس إذا كان السوق المالي يعاني من ضعف في السيولة، وبالتالي فإن الفرق بين سعر العرض وسعر الطلب سيكون أعلى، وهذا يعني أن المستثمرين سيضطرون لدفع المزيد من التكاليف عند شراء أو بيع الأوراق المالية.

ثانياً: تكاليف أثر السوق

وتحدث هذه التكاليف عند الشراء عندما يتاجر مستثمر بكميات كبيرة من الأوراق المالية مما يدفع الأسعار نحو الارتفاع نتيجة الشراء بكميات كبيرة، أما عند البيع بكميات كبيرة من الأوراق المالية يؤدي ذلك إلى الهبوط في الأسعار نتيجة البيع بكميات كبيرة، ويتم ذلك عادةً نتيجة المتاجرة بأسعار تختلف عن أفضل عرض موجود في السوق، هذا التأثير يتسبب في حدوث فجوة بين الأسعار التي يرغب المستثمرين بدفعها عند الشراء والأسعار التي يرغب المستثمرين بالحصول عليها عند البيع، وهي ما تسمى بعلاوة السعر، فالمشتررون يضطرون إلى دفع مبلغ إضافي (علاوة) لشراء الأوراق المالية بأسعار أعلى من السعر الحالي، في حين يضطر البائعون إلى تقديم خصومات (علاوة) على السعر من أجل إتمام الصفقة. إن تكاليف أثر السوق هي عبارة عن ترجمة أو انعكاس للفرق بين سعر العرض وسعر الطلب لكميات كبيرة والتي تنكشف خلال أسعار الصفقات الفعلية، فعلى سبيل المثال: إن تكاليف تأثير السوق المتكبدة لشراء محفظة مكونة من أسهم رأسمالية صغيرة سوف تضاعف مرتين أو ثلاث مرات هذه التكاليف المضمنة في نظرية الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض.

ثالثاً: تكاليف البحث والتأخير

وتظهر هذه التكاليف عندما يؤخر أحد المتداولين تنفيذ إحدى الصفقات في السوق المالية في محاولة منه القيام بجهد إضافي للبحث عن الفرص الاستثمارية المناسبة، فهو غالباً ما يحتاج إلى قضاء وقت أكبر في تحليل الأسواق واختيار الأصول المالية الصحيحة للاستثمار فيها. فعلى سبيل المثال: إن المستثمر يبحث عن أسعار أفضل من الأسعار المحددة، كما أن هذه التكاليف تنشأ من قبل المستثمرين نتيجة التأجيل أو البحث عن طرف آخر من أجل التنفيذ، وهنا تنشأ حالة تواجه المستثمر وعليه أن يقوم بالموازنة بين كل من الصفقات الفورية وفيها تفاوت بين سعر العرض وسعر البيع وتأثير السوق من جهة، وبين الانتظار لسعر أفضل وتحمل تكاليف التأجيل والانتظار من جهة أخرى، وهنا تظهر تكلفة الفرصة البديلة والتي هي عبارة عن فرص استثمارية جيدة تظهر وتخفي بسرعة، وعدم الاستفادة منها يمكن أن تكلف المستثمر بالفعل، وبالتالي فإن الأسواق المنظمة والكفؤة واستعمال الأنظمة المتطورة من شأنها تقديم أسعار أفضل وتخفيض التكاليف.

رابعاً: تكاليف الصفقات الخارجية

تتضمن تكاليف الصفقات المباشرة عمولة المضاربة والتي تفرض على المستثمرين من قبل الوسطاء والمؤسسات المالية عند تنفيذ صفقات شراء أو بيع، وأجور المبادلة التي تفرضها الأسواق المالية نفسها على المستثمرين عند تنفيذ الصفقات وتشمل هذه أجور تداول الأوراق المالية في السوق ورسوم تنفيذ الطلبات، والضرائب القائمة على الصفقات، في بعض الأسواق يتوجب على المستثمرين دفع ضرائب على الصفقات عند تنفيذها، وتفرض هذه الضرائب على القيمة الاجمالية للصفقة وتختلف من سوق إلى آخر.

خامساً: ضغط الطلب

يسمى بضغط الطلب أو مخاطر المخزون حيث تظهر هذه المشكلة عندما يرغب حامل الورقة المالية بالتخلص منها وعلى الفور لسبب ما، فيتوجه إلى السوق المالي فلا يجد مشتري لهذه الورقة في الوقت الحالي، مما يجعله مضطراً إلى بيعها لصانع السوق الذي لديه توقع أنه سعرها سوف يرتفع في المستقبل، وسيحصل على أرباح عند بيعها مستقبلاً، لكن في هذه الحالة قد يعرض صانع السوق نفسه لمخاطرة تغير السعر أثناء حمله لهذه الورقة، وهذه المخاطرة يتحملها بائع الورقة المالية وبالتالي سيفرض صانع السوق تكاليف لبائع الورقة المالية يقدمها له.

سادساً: امتلاك معلومات خاصة من قبل أحد أطراف التداول

من الممكن أن تصبح عملية التداول مكلفة أيضاً بسبب توافر معلومات خاصة لدى أحد طرفي العملية، فالذي يملك معلومات خاصة عن ورقة مالية يصبح بإمكانية تحقيق عائد غير عادي هذا من جهة، ومن جهة أخرى يؤثر على سعر هذه الورقة مما يؤدي إلى وجود فارق كبير بين السعر الحقيقي للورقة المالية والسعر السوقي.

سابعاً: وجود طرف مقابل قوي

ويقصد بهذا التعبير وجود جهة أخرى مقابلة للمستثمر تريد التداول شراء أو بيعاً لورقة مالية معينة أو لكمية كبيرة من هذه الورقة، وبالتالي فإن المفاوضات حول هذه العملية سوف تتم بشروط أقل من شروط المنافسة التامة، وذلك بسبب عدم توافر أطراف تداول أخرى بديلة تحمل نفس الكمية وبنفس الوقت وهذا ما يؤدي إلى ضعف السيولة. وغالباً ما تظهر هذه المشكلة في الأسواق التي لا تملك مكاناً جغرافياً معيناً (الأسواق غير المنظمة) يجري فيه التداول، وبالتالي فإن المستثمر يتحمل تكاليف التمويل أو تكاليف الفرصة طالما أن عملية التداول على أوراقه المالية مؤجلة، وربما يضطر في النهاية إلى أن يخفض في السعر المطلوب على الورقة المالية في حال وجد الطرف المقابل للعملية أو يؤجل هذه العملية ويتحمل تكاليف ضعف السيولة المترتبة على التأخير.

المبحث الرابع: مقاييس سيولة الأسواق المالية

يمكن تصنيف مقاييس سيولة الأسواق إلى فئات: الفئة الأولى مقاييس تكلفة المعاملات التي تحدد تكاليف تداول الأصول المالية والاحتكارات التجارية، الفئة الثانية مقاييس القائمة على الحجم والتي تميز الأسواق السائلة بحجم المعاملات مقارنة بتغير الأسعار، وذلك من أجل قياس الاتساع والعمق في المقام الأول، الفئة الثالثة مقاييس التوازن المستندة على السعر وهي المقاييس التي تحاول التقاط الحركات المنظمة نحو أسعار التوازن لقياس المرونة بشكل أساسي، وأخير الفئة الرابعة مقاييس تأثير السوق التي تحاول التمييز بين تحركات الأسعار بسبب درجة السيولة من عوامل أخرى.

المطلب الأول: مقاييس سيولة السوق القائم على تكلفة المعاملات

من بين مقاييس تكاليف المعاملات، يعتبر فارق طلب وعرض من أهم مؤشرات المعتمدة في الدراسات لسهولة الحصول عليه، سيتم عرض أهم المؤشرات المتعلقة بتكاليف المعاملات التي يتم استخدامها بشكل شائع.

أولاً: مقياس الفرق بين الطلب والعرض (The bid-ask spread)

فارق الطلب وعرض، أو الفرق بين أسعار الطلب وأسعار العرض، تقيس مباشرةً تكلفة تنفيذ صفقة صغيرة، مع حساب التكلفة عادةً على أنها المسافة بين سعر الطلب وسعر العرض، أو نقطة المنتصف بين العرض والطلب، حيث تكون هناك سيولة في الأسواق المالية عندما يكون الفرق بين أسعار العرض وأسعار الطلب ضيقاً، بينما في الأسواق ذات السيولة المنخفضة يكون الفارق أعلى، إلا أن عيب مؤشر فارق السعر بين الطلب والعرض هو أن أسعار العرض وأسعار الطلب جيدة فقط لكميات محدودة وفترات زمنية محدودة. وبالتالي فإن الفرق يقيس فقط تكلفة تنفيذ صفقة واحدة ذات حجم محدود¹.

ويُقاس فارق السعر المطلق بالعلاقة:

$$S_t = A_t - B_t$$

حيث:

S_t : فارق السعر بين الطلب والعرض؛

A_t : سعر الطلب؛

B_t : سعر العرض.

ثانياً: مقياس النطاق النسبي للمتوسط المرجح

يمكن قياس نطاق الطلبات الكبيرة بنفس طريقة قياس مؤشر أسعار الطلب والعرض السابق ذكره، ولكن مع التعبير عن أسعار الطلب والعرض كدالة للحجم q ، الحجم هذا يمثل الأحجام المختلفة للطلبات الكبيرة. لنفترض أن $a(q)$ هو سعر الطلب لأمر شراء بحجم q ، فإن $a(q)$ هي دالة متزايدة لـ q . وبالمثل،

¹ Michael J. Fleming, *Measuring Treasury Market Liquidity*, Economic Policy Review, V09, N03, 2003, p 85.

فإن $b(q)$ هو سعر العرض لأمر البيع، وأنه $b(q)$ هو دالة متناقصة لـ q . لذلك يكون النطاق المرجح للحجم هو¹:

$$S_t(q) = a_t(q) - b_t(q)$$

عندها، ويمكن أيضًا التعبير عنها فيما يتعلق بمتوسط السعر:

$$S_t^{r1}(q) = \frac{a_t(q) - b_t(q)}{M_t}$$

حيث

$$M_t = \frac{A_t - B_t}{2}$$

عندما لا يتجاوز q عمق السوق، يكون النطاق المرجح $S_t^{r1}(q)$ مساويًا للنطاق S_t ، أما في حالة زيادة الحجم، يتم استنفاد السيولة المعروضة، وتتباعد الأسعار $b_t(q)$ و $a_t(q)$ ويزيد $S_t(q)$. ومع ذلك، من الصعب حساب النطاق المرجح بدقة لأنه يتطلب معرفة بيانات حول أوامر الحد في السوق، هذه البيانات غالبًا ما تكون محدودة وغير متاحة بشكل مستمر².

ثالثًا: مقياس الفرق الضمني

والذي يطلق عليه مقياس رول (Roll 1984) هو أحد أشهر مؤشرات السيولة المقترحة في أدبيات البنية الدقيقة، وتمثلت فكرة (Roll) في استخدام الفرق (الفرق الفعال)، الذي ينعكس من خصائص السلاسل الزمنية لأسعار السوق و/ أو العوائد، إلا أن العيب الرئيسي لهذا النوع من النماذج هو أنه لا يقدم أي رؤى حول المكونات المحتملة للفرق، والسبب هو أن هذا الإطار يستند إلى افتراض وجود معلومات متجانسة عبر المتداولين؛ لذلك يعكس لنا ما يسمى بتكاليف معالجة الطلبات والتي لها تأثير مؤقت وهي ترتبط بشكل مباشر بعمليات تنفيذ الأوامر في السوق؛ أي تأثير هذه التكاليف يظهر مباشرة عند تنفيذ الصفقة ويكون مؤقت، على عكس تأثيرات المعلومات التي لها تأثيرات دائمة، ويشير هذا إلى أن هناك تأثيرات أخرى تؤثر على الأسعار مرتبطة بالمعلومات والتوقعات الدائمة للمستثمر، على عكس تكاليف معالجة الطلبات تكون هذه التأثيرات دائمة ويأخذ فترة طويلة بعد تنفيذ الصفقة، مثال عن ذلك عند الكشف عن معلومة جديدة تؤثر عن المؤسسة على أسعار أصولها المالية، قد تستمر هذا التأثير لفترة من الزمن³.

حيث P_t تشير إلى سعر المعاملة المتوقعة لأصل معين في الوقت t ، وتتأرجح بين أسعار العرض والطلب التي تعتمد على الجانب الذي ينشئ الصفقة. نفترض أن هذا يعيد إنتاج التباين التسلسلي السلبي

¹ Ayad Assoil, **La mesure et la gestion du risque de liquidité sur le marché boursier du CAC 40**, thèse pour obtenir le grade de docteur en Science Economiques, école doctorale EDEG, Université Montpellier, Français, 2021, p 99.

² Ibid, p99.

³ Alexandros G, and other, **Measuring market liquidity: An introductory survey**, Journal of Finance and Investment Analysis, V04, N 04, 2012, p109.

الذي لوحظ في تغيرات الأسعار الفعلية، وهي دراسة مقدمة من طرف فرانكو وفارما (French و Fama) والتي قاما بتقديمها في عام (1992)، يتبع سعر التوازن V_t عملية سير عشوائية خالصة مع الانحرافات:

$$V_t = \bar{V} + V_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

V_t : قيمة الأصل المالي في اليوم t ؛

\bar{V} : المتوسط المقترح لقيمة الأصل المالي؛

V_{t-1} : قيمة الأصل المالي في اليوم السابق $t-1$ ؛

ε_t : الأخطاء الغير ملحوظ في القيمة الحقيقية للأصل بين المعاملة t و $t-1$. ويكون هذا بمتوسط صفري وانحراف معياري ثابت، يتم وضع آخر تداول تمت ملاحظته في اليوم t ، بواسطة العلاقة التالية:¹

$$P_t = V_t + \frac{S}{2} Q_t$$

حيث أن:

S : الفرق النسبي المطلق بين الطلب والعرض؛

Q_t : هو شراء/ بيع وهو مؤشر لآخر صفقة وتأخذ القيم (-1) للشراء أو $(+1)$ للبيع مع احتمالات متساوية اعتمادا على حقيقة أن المعاملة t قد تحدث عند الطلب والعرض وبالتالي يتم إعطاء التغيير في أسعار المعاملة من خلال المعادلة:

$$\Delta P_t = \bar{V} + \frac{S}{2} \Delta Q_t + \varepsilon_t$$

حيث: Δ هو معامل التغيير في قيمة ما عبر الزمن، حيث قام Roll بتقديم التفاضل التسلسلي² كما يلي:

$$\text{Cov}(\Delta P_t, \Delta P_{t-1}) = \frac{1}{4} S^2$$

$$\text{أو } S = 2\sqrt{-\text{Cov}(\Delta P_t, \Delta P_{t-1})}$$

عندما يكون التفاضل التسلسلي في العينة موجبا، فإن الصيغة أعلاه غير معرفة، لذا نستبدلها بقيمة افتراضية مساوية للصفر، وتصبح المعادلة المعدلة لـ **Roll** كما يلي:

$$\text{Roll} = \begin{cases} 2\sqrt{-\text{Cov}(\Delta P_t, \Delta P_{t-1})} & \text{Cov}(\Delta P_t, \Delta P_{t-1}) < 0 \\ 0 & \text{Cov}(\Delta P_t, \Delta P_{t-1}) \geq 0 \end{cases}$$

¹ Ruslan Y ; Craig W ; Charles A, **Do liquidity measures measure liquidity ?**, Journal of Financial Economics, V92, N 02 , 2009, p157.

² التفاضل التسلسلي: هو عملية رياضية تستعمل من أجل قياس التغير في قيمة متغير على مر الزمن، ويتم ذلك عن طريق حساب الفرق بين القيم المتتالية لمتغير في فترات زمنية متتالية. هذه العملية تسهل لنا وفهم وتحليل كيفية تغير القيم بشكل تسلسلي على مر الزمن.

رابعاً: مقياس دور المعلومات غير المتماثلة

قدم قلوستن (Glosten) في عام 1987 أول ورقة بحثية التي تمثلت في دور عدم تناسق تماثل المعلومات في بنية سوق. وكان مضمون هذه الورقة التمييز بين الآثار الناشئة عن معالجة الطلبات وتلك الآثار الناتجة عن المعلومات السلبية، النوع الأول مؤقت (عابر)، بينما النوع الأخير دائم. من ناحية أخرى، ينتج عن المعلومات المعاكسة تأثيرات كبيرة لأنه يؤثر على قيمة التوازن الأمانة والتي هي عبارة عن سعر الأصل المالي التي تعكس بالفعل جميع المعلومات المتاحة بشكل صحيح وعادل، هناك العديد من الأسباب التي تجعل تأثيرات الأسعار طويلة الأمد¹.

على سبيل المثال:

1. **تكاليف الطلبات على الأسعار:** هناك سهم مالي يتم تداوله بسعر العرض 100 دولار وسعر الطلب عليه هو 105 دولار، الفرق بينهم هو 5 دولار، فإذا ما قرر البائع بيع 50 سهم من هذه الأسهم فستباع حسب سعر العرض 100 دولار للسهم، وبالتالي سيحصل على 5000 دولار للصفقة، والمشتري إذا قرر الشراء فسوف يشتري هذه الأسهم فسيضطر لشراؤها بـ 105 دولار أي بسعر الطلب في السوق، وبالتالي سيحصل عليها بقيمة 5250 دولار على الصفقة، وبالتالي فإن الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض هو 5 دولار للسهم الواحد تمثل تكلفة معالجة الطلبات.

2. **تأثير المعلومات السلبية:** إذا ما تم الكشف عن معلومات سلبية عن المؤسسة مثل أنها تواجه صعوبات مالية هذه المعلومات تؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم يمكن أن يصل سعر السهم في المؤسسة 95 دولار بعدما كان 105 دولار.

يتضمن نموذج Glosten (1987) معادلتين أساسيتين²:

$$V_t = \bar{V} + V_{t-1} + (1 - \gamma) \frac{S}{2} + \varepsilon_t$$

$$P_t = V_t + \gamma \frac{S}{2} Q_t$$

حيث:

γ : هو ذلك الفرق بسبب تكاليف معالجة الأمر؛

$(1 - \gamma)$: هو الحصة الناشئة عن المعلومات المعاكسة؛

ε_t : يمثل التأثير الناتج عن وصول المعلومات العامة.

وبالتالي فإن السعر الحقيقي لـ: V_t يعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور مباشرة بعد معاملة التوقيع t ، والمعلومات التي يتم الكشف عنها من خلال معاملة واحدة من خلال علامة المتغير Q_t ، يجب أن نؤكد أن نموذج Roll (1984) متداخل في هذه المواصفات ويحصل من $\gamma = 1$. ليس من الصعب إثبات أن التباين التلقائي لتغير السعر يساوي:

¹ Alexandros G, and other, **op.cit**, p111.

² Ibid, p111-112.

$$\text{Cov}(\Delta P_t, \Delta P_{t-1}) = -\gamma \frac{\sigma^2}{4}$$

خامسا: مقياس كرون وشلوتز (Schultz، Corwin)

يستخدم هذا المقياس لحساب نطاق التذبذب في أسعار الأصول المالية خلال جلسة تداول معينة خلال يوم واحد، أو ما يسمى نسبة السعر المرتفع- المنخفض ويأخذ الصيغة:¹

$$HL_t = \frac{H_t - L_t}{H_t}$$

حيث:

HL_t : يمثل الاختلاف النسبي بين أعلى سعر (مرتفع) وأدنى سعر (منخفض)؛

H_t : يمثل أعلى سعر تم تحقيقه للأصل المالي خلال جلسة تداول؛

L_t : يمثل أدنى سعر للأصل المالي خلال جلسة تداول.

هذا المؤشر، على الرغم من بساطته، يمكن أن يكون مؤشرا على سيولة الأصل. في الواقع، نظراً لأن الأسعار المرتفعة اليومية هي أوامر بيع، فإن نسبة السعر المرتفع-المنخفض HL اليومية تعكس تباين السهم وفرق العرض والطلب الخاص به. تشير القيمة المنخفضة لمقياس HL إلى تذبذب أقل في الأسعار خلال جلسة تداول وهذا يعني أن هناك سيولة عالية في السوق المالي، أما في حالة ارتفاع HL ، وهذا يعني وجود تذبذب كبير في الأسعار الأصول المالية.

بالسياق نفسه، تم تقديم مقياس السيولة بواسطة (Schultz، Corwin) (2012) الذين يستخدمون أسعاراً مرتفعة ومنخفضة باستخدام فاصل زمني لمدة يومين. والسبب وراء قياسهم هو أن التباين أكبر بمرتين عندما يتم حساب النسب المرتفعة - المنخفضة على مدى يومين، لكن نطاق الطلب عرض يظل دون تغيير. لذلك يمكننا تقدير نطاق الطلب عرض بإلغاء المكون المرتبط بتقلب السعر، وبالتالي يمكن تقدير النطاق من خلال مقارنة النسب المرتفعة والمنخفضة على مدار يوم واحد وتلك التي تفصل بينها أكثر من يومين

$$CS_t = (\sqrt{2} + 1) \cdot (\sqrt{\beta_t} - \sqrt{\gamma_t})$$

حيث:

CS_t : هو مقياس السيولة.

β_t : يتم الحصول عليه من خلال مجموع النسبة اللوغاريتمية التربيعية بين الأسعار المرتفعة والأسعار المنخفضة، على مدار يومين متتاليين؛

γ_t : يتم الحصول عليه من خلال النسبة اللوغاريتمية بين السعر المرتفع على مدار يومين، وبين النسبة اللوغاريتمية بين السعر المنخفض على مدار يومين.

¹ Ayad Assoil, op.cit, p p 103-104.

$$\beta_t = \sum_{j=-1}^0 \left(\ln \frac{H_{t+j}}{L_{t+j}} \right)^2$$

$$\gamma_t = \left(\ln \frac{\max(H_t, H_{t-1})}{\min(L_t, L_{t-1})} \right)^2$$

تشير القيمة المنخفضة لمقياس CS إلى ارتفاع السيولة.

المطلب الثاني: مقاييس سيولة السوق القائم على الحجم

تعتبر المقاييس المستندة على الحجم مفيدة للغاية في قياس الاتساع، حيث ينصب تركيزها على العلاقة بين السعر وكمية الأصل؛ إذ تعمل هذه المقاييس على تقييم سعر صفقة معينة، ومن أهم مقاييس سيولة السوق القائمة على الحجم نجد ما يلي:

أولاً: حجم التداول

يمكن تعريف حجم التداول بأنه عدد الأسهم التي تم إجراء الصفقات عليها خلال فترة زمنية محددة قد تكون هذه الفترة الزمنية دقائق، ساعات، أيام، أسابيع، أشهر، أو حتى سنوات، أو أي وحدة زمن مستعملة، وبمعنى آخر هو عدد الأسهم التي تم تداولها بيعها أو شرائها خلال الفترة الزمنية المحدد، وتعتبر عدد الأسهم المباعة أو المشتراة هي نفسها وذلك لوجود طرفين البائع والمشتري فهي تركز على العملية في حد ذاتها وليس أطراف العملية، وبالتالي فإن الحجم يظهر عدد الأسهم المنفذة من إجمالي العروض والطلبات وبالنتيجة هو عدد الأسهم التي تم تداولها في السوق لفترة زمنية معين¹.

لإيجاد ومعرفة حجم التداول يمكن استخدام العديد من المقاييس منها ما يلي:²

1. **عدد الأسهم المتداولة:** حيث يعرف حجم التداول في هذه الحالة بالعدد الكلي للأسهم التي تم تداولها في سوق معينة خلال فترة زمنية محددة، كلما زاد عدد الأسهم كان مؤشر على سيولة أعلى، وهو المقياس الأكثر شيوعاً واستعمالاً لسهولة الحصول على بياناته.
2. **معدل دوران الأصول:** إن معدل دوران الأسهم يستهدف بشكل أساسي قياس درجة عرض النقد مالي ما أو سهم ما دون الآخر، وهناك طريقتين لحسابه الطريقة الأولى تركز على قيمة الأسهم المتداولة لسهم مؤسسة ما خلال فترة زمنية ما منسوبة إلى إجمالي القيمة السوقية للأسهم أي أسهم ذات المؤسسة خلال ذات الفترة الزمنية، بينما الطريقة الأخرى تركز على عدد الأسهم المتداولة لسهم مؤسسة ما خلال فترة زمنية

¹ يزن رأفت عبد الله خليل، أثر حجم التداول على مؤشر الأسعار في سوق عمان للأسهم المالية-دراسة تطبيقية على القطاع المصرفي المدرج في سوق عمان للأسهم المالية، رسالة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2018، ص20.

² المرجع نفسه، ص21.

ما منسوبة إلى إجمالي عدد الأسهم المكتتب فيها والمصدرة من جانب المؤسسة خلال الفترة الزمنية، إذا كان معدل الاصول عالياً، فإن ذلك يشير إلى نشاط تداول أعلى.

3. **قيمة الأسهم المتداولة:** عدد الأسهم الكلي المتداولة لمؤسسة ما في فترة زمنية محددة بسوق معينة مضروباً بسعر السهم الواحد، حيث كلما زادت قيمة الأسهم المتداولة فإنه يشير إلى سيولة أعلى، والعكس صحيح.

4. **عدد الأيام المتداولة خلال السنة:** عدد الأيام خلال سنة واحدة والتي تم تداول السهم فيها، يمكن أن يتأثر عدد الأيام المتداولة بعدة عوامل مثل أخبار السوق، الأحداث الاقتصادية والعطلات الرسمية.

5. **عدد الصفقات:** عدد التداولات أو الصفقات من بيع وشراء والتي تمت على الأسهم المتداولة في البورصة، فإذا زاد عدد الصفقات فذلك يشير إلى نشاط تداول مرتفع.

ثانياً: نسبة السيولة التقليدية

من المحتمل أن تكون نسبة السيولة، والتي تسمى أيضاً "نسبة السيولة التقليدية"، أحد مقاييس السيولة الأكثر تطبيقاً في التحليل التجريبي، ويعتبر مقياساً لنسبة سيولة الأصل خلال فترة زمنية محددة، يوفر هذا المؤشر مقياساً لمقدار حجم التداول الضروري لإحداث تغيير بنسبة 1%. الأحجام والأسعار هي المكونات الرئيسية لهذا المؤشر.¹

$$LR_{it} = \frac{\sum_{t=1}^T P_{it} V_{it}}{\sum_{t=1}^T |PC_{it}|}$$

حيث

P_{it} : هو سعر الأصل i في اليوم t ؛

V_{it} : حجم التداول؛

$|PC_{it}|$ هي النسبة المئوية المطلقة لتغير السعر خلال فترة زمنية محددة، ويتم حسابها بالقانون عن طريق:

$$PC_{it} = P_{it} - P_{i(t-1)}$$

نسبة السيولة تحسب عادة بعدد من الأصول المالية وتجمع في مجموعة تمتلك خصائص متشابهة خلال فترة زمنية عشوائية، والتي تستخدم لحساب المؤشر عادة. ومع ذلك يتم حساب (T, t) الفاصل الزمني للمؤشر غالباً على نطاق زمني شهري، حيث يشير البسط إلى الحجم الإجمالي للأصول المتداولة خلال الأسابيع الأربعة السابقة، والمقام هو القيمة المطلقة للتغيرات السعرية اليومية للسهم خلال الأسابيع الأربعة الماضية. كلما ارتفعت نسبة LR_{it} زادت سيولة الأصل، هذا يعني أن أحجام التداول الكبيرة لها تأثير ضئيل على السعر. من الواضح أن هذا الإطار المفاهيمي يركز بشكل أكبر على جانب السعر أكثر من التركيز على مسألة الوقت أو على تكاليف التنفيذ الموجودة عادة في السوق.²

¹ Alexandros G , and other, **op.cit**, p94.

² Ibid, p94.

ثالثاً: مقياس (ليكس) LIX

من وجهة نظر المستثمرين، يمكن أن يرتبط تعريف السيولة بكمية الأموال التي يمكنهم استثمارها دون الإخلال بالأسعار في السوق. بعبارة أخرى، نريد معرفة مقدار المال المطلوب لإنشاء تقلب يومي (الوحدة المستخدمة في زمن هنا هي يوم) في سعر الورقة المالية. بناءً على هذا السؤال، (Danyliv et al) (2014) طوروا نسبة سيولة يسهل حسابها وتجعل من الممكن مقارنة السيولة بين عدة أوراق مالية أو بين عدة أسواق¹.

تكتب المعادلة السيولة في هذا القانون من الشكل التالي:²

$$LIX_t = \log_{10} \left(\frac{V_t \cdot P_{t \text{ close}}}{P_{high t} - P_{low t}} \right)$$

حيث:

V_t : حجم التداول؛

$P_{t \text{ close}}$: سعر الإغلاق في الفترة الزمنية المحددة t؛

$P_{high t}$: هو أعلى سعر تم تداوله في الفترة الزمنية المحددة؛

$P_{low t}$: هو أدنى سعر تم تداوله خلال الفترة الزمنية.

يتم استخدام اللوغاريتم الأساسي 10 إلى إنشاء قيم ما بين المجال 5 و10، وبالتالي التلخص من الأرقام الكبيرة. حيث الأرقام حتى 5 هي سيولة أقل أما الأرقام فوق 5 بمعنى سيولة أكبر.

رابعاً: مقياس مؤشر مارتن (Martin)

إقترح مارتن (1975) مؤشر سيولة حيث يُفترض أن يستمر التوزيع الثابت لتغيرات الأسعار طوال وقت المعاملة بالكامل. يأخذ التعبير التحليلي للمؤشر الشكل:³

$$MLI_t = \sum_{i=1}^N \frac{(P_{it} - P_{it-1})^2}{V_{it}}$$

حيث:

P_{it} : هو سعر الإغلاق؛

V_{it} : إلى حجم التداول. المؤشر محسوب على إجمالي عدد الأصول بالسوق؛

MLI_t : مؤشراً مناسباً للسوق ككل، في حين أن نسبة السيولة التقليدية هي الأنسب للأصول الفردية (الأصل الواحد)

تعني القيمة الأعلى لـ MLI_t سيولة أقل بسبب تأثير تشتت الأسعار، هذا المؤشر يمكن تفسير قيمته بشكل آخر على أنه: كلما ارتفعت النسبة، زاد تشتت السعر بالنسبة لحجم التداول، وانخفضت سيولة السوق.

¹ Ayad Assoil, op.cit, p105.

² Oleh D, and other, **Covenient liquidity measure for financial markets**, Electonic Jornal, 2014, p3.

³ Alexandros G, and other, **op.cit** , p p 94-95.

في الواقع، يبدو أن الأسعار تتغير بشكل كبير مقارنة بحجم التداول. على هذا النحو، قد تعكس فقط التغييرات في المعلومات أو الأحداث التي لا تتعلق بالضرورة بعملية التداول؛ بالنسبة لخصائصه، يعطي مؤشر السيولة مارتن (1975) نتائج معنوية إذا تم حسابه على أساس يومي. وللحصول على نتائج معقولة لفترات زمنية أطول، يجب حساب متوسط مرجح للعديد من المؤشرات مستمرة لفترات زمنية أقصر.

خامسا: مقياس عدم توازن الأوامر

عدم توازن الأوامر هو العدد الإجمالي لأوامر الشراء مطروحًا منه العدد الإجمالي لأوامر البيع خلال فترة معينة. يعطي هذا المقياس إشارة إلى اتجاه ضغط السعر. أظهر (Chordia et al.) (2000) بالفعل علاقة قوية بين العوائد وعدم توازن الأوامر، قام (Holden et Jacobsen) (2014) بحساب مقياس عدم توازن الأمر على النحو التالي:¹

$$DA = \frac{\text{أوامر الشراء} - \text{أوامر البيع}}{\text{أوامر الشراء} + \text{أوامر البيع}}$$

اعتبر (d'Easley 1996) أن استخدام مقياس عدم توازن الأوامر هو طريقة تقديرية لقياس احتمال أن متداول يملك معلومات داخلية أو معرفة خاصة بشأن الأسهم أو السوق المالية يستخدمها في اتخاذ القرارات.

سادسا: مقياس نسبة السيولة لـ (Amihud)

نسبة السيولة لدى (Amihud) هي النسبة بين العائد المطلق للسهم وحجمه باليورو.²

$$IL_t = \frac{|r_t|}{V_t}$$

وفقًا لـ (Acharya et al.)، عام 2005 يكون الأصل غير سائل إذا كان عائده اليومي بالقيمة المطلقة مرتفعًا لمستوى معين من الحجم. يرصد هذا المقياس التغير في سعر الأصل استجابةً لتدفق الطلب. وقد أظهر (Goyenko et al. (2009) بشكل تجريبي أن نسبة (Amihud) جيدة لمخاطر تأثير السعر وسهولة القياس والتنفيذ ولا يتطلب سوى كمية محدودة من البيانات. ومع ذلك، فإن نسبة (Amihud) لا تمثل سوى التأثير على الأسعار، ولا تقيس فعليًا تكلفة المعاملات.

يُعرف معكوس هذا المقياس باسم نسبة السيولة الخاصة بـ (Amivest)، والتي تُستخدم أيضًا على نطاق واسع. يتم حسابه في الأيام التي يكون فيها العائد غير صفري، حيث أن النسبة غير محددة عندما يكون العائد يساوي 0.

$$Amivest_t = \frac{V_t}{|r_t|}$$

¹ Ayad Assoil, *op.cit*, p p105

² Ibid, p p 106 107.

القيمة المنخفضة لنسبة (Amivest) هي علامة على نقص السيولة في السوق.

سابعاً: مقياس نسبة السيولة لـ (Hui and Heubel)

قدم (Hui and Heubel) عام 1984 مؤشراً إضافياً يقيس سيولة أصل واحد، وبالتالي لا يمكن استخدامه بشكل مباشر للسوق ككل دون استخدام تقنيات التجميع (أي تجميع الأصول)، من الناحية العلمية ينشئ هذا المؤشر مقاساً بين أكبر تغير في الأسعار مقسوماً على نسبة التداول إلى القيمة السوقية¹.

وفيما يلي التعبير الرياضي لهذا المؤشر:

$$LR_{HH} = \frac{(P_{max} - P_{min})/P_{min}}{V/(S \cdot \bar{P})}$$

حيث :

P_{max} : أعلى سعر يومي خلال فترة 5 أيام؛

P_{min} : أدنى سعر يومي خلال نفس المدة؛

V : الحجم الإجمالي للأصول المتداولة خلال فترة 5 أيام؛

S : إجمالي عدد الأصول القائمة؛

\bar{P} : متوسط سعر الإغلاق؛

تشير القيمة الأعلى لمؤشر LR_{HH} إلى انخفاض السيولة.

يكشف الفحص السريع للمعادلة أن المنطق الكامن وراء إنشاء هذا المؤشر لا يختلف كثيراً عن مؤشر مارتن، فإن المقام هو حجم التداول المعدل للقيمة السوقية ويشير البسط إلى أكبر نسبة تغير السعر خلال فترة 5 أيام، وفقاً للأدبيات الموجودة، فإن النسبة التي اقترحها (Hui and Heubel) تعاني على الأقل من عيبين: العيب الأول يمكن القول أن الفترة الزمنية التي تتكون من 5 أيام طويلة جداً بالنسبة للمؤشر لاكتشاف الحالات الشاذة في السوق، نظراً لحقيقة أن أسعار الأصول يمكن أن تتكيف بسرعة مع مشاكل السيولة. والعيب الثاني تتعلق باختيار المتغيرات. على سبيل المثال، إذا ركزنا على الأسهم المدرجة في سوق التجار، مثل نازداك (NASDAQ)، فقد لا تكون بيانات الأسعار ذات جودة متاحة بسهولة. في هذه الحالة، من الممكن استبدال P_{max} و P_{min} بفارق طلب وعرض. ومع ذلك، فإن هذا يمثل نهجاً إشكالياً لأن فروق الأسعار بين الطلب والعرض غالباً ما تكون أقل تقلباً من الأسعار. ومن ثم، فإن استخدام عروض أسعار الطلب والعرض قد يؤدي إلى انحراف تحليل السيولة إلى أسفل. هذه القضية هي الدافع لاعتماد مقياس سيولة بديل².

¹ Alexandros G, and other, *op.cit*, p 95.

² Ibid ,p95.

المطلب الثالث: مقاييس سيولة السوق القائم على السعر

في هذه الفئة يمكننا تضمين التدابير التي تستنتج سيولة الأصول أو السوق مباشرة من سلوك السعر.

أولاً: مقياس نسبة السيولة (Rock، Marsh)

لقد قام هذا المقياس عام 1986، يفترض هذا المقياس أن تغيرات الأسعار مستقلة عن حجم التداول، باستثناء التي لديها تداول كبير ويتم التعبير عن هذه العلاقة كما يلي:¹

$$LR_{MR}^i = \frac{1}{M^i} \sum_{m=1}^{M^i} \left| \frac{P_m^i - P_{m-1}^i}{P_{m-1}^i} \right| \cdot 100$$

حيث:

M^i : هو إجمالي عدد المعاملات للأصل i خلال فترة معينة.

يشير التعبير إلى القيمة المطلقة لتغير النسبة المئوية للسعر خلال فترتين لاحقتين. بشكل حدسي، ويأخذ المؤشر في الاعتبار العلاقة بين النسبة المئوية لتغير السعر والعدد المطلق للمعاملات، بدلا من حجم التداول. حيث أن المؤشر يحول الانتباه من السوق الكلي إلى البنية الدقيقة، والتي يتم تمثيلها بعدد المعاملات خلال أفق زمني معين. (تعكس هذه القيمة سيولة الأصل التي يتم تمثيلها بشكل أفضل من خلال تأثيرات الأسعار للمعاملات)، بدلا من التأثير على الأحجام، مثال عن ذلك: هناك نوعين من الأصول. يتم تداول الأصل A في كتل كبيرة مرة واحدة في اليوم، بينما يتم تبادل الأصل B بنفس الحجم الإجمالي ولكن لكل منها معاملات ذات حجم أصغر، تقودنا الفطرة السليمة إلى اقتراح أن الأصل B أكثر سيولة من الأصل A . لسوء الحظ، حتى ولو كانت تغيرات الأسعار لكلا الأصلين متشابهة عبر الأسواق. فلن نتمكن من الوصول إلى هذا الاستنتاج من خلال النظر في مقاييس السيولة على أساس الحجم.²

يتم تحديد المشكلة الرئيسية في هذا النموذج في صياغته، لم يتم تحديد طول الفترة التي يمكن من خلالها حساب هذا النموذج، لأن المؤشر المحسوب على أساس ساعة يمكن أن يقدم نتائج مختلفة عن تلك الخاصة بفترة زمنية يومية أو أسبوعية، نظرا لخصائصها الأساسية.

ثانياً: مقياس نسبة التباين

يعد مقياس نسبة التباين من أكثر المؤشرات استخداماً في الأدبيات النظرية. يتم تطبيقه على السياقات المرتبطة بشكل غير مباشر بسيولة السوق، مثل دراسة التقلبات والتأثيرات اللحظية. يقيس مقياس نسبة التباين هذا المعروف أيضاً باسم معامل كفاءة السوق (MEC)، تأثير تكاليف التنفيذ على تقلب الأسعار على مدى فترات قصيرة، يمكن تلخيص الفكرة الكامنة وراء بناء هذا المؤشر على النحو التالي: مع ارتفاع تكاليف التنفيذ، تتميز أسواق الأصول بتقلب الأسعار بما يتجاوز التقلب النظري لأسعار التوازن. لذلك، فإن السوق

¹ Alexandros G , and other, **op.cit** , p 101.

² Ibid, p101.

الأكثر سيولة يعني تبايناً أصغر في أسعار المعاملات حول سعر التوازني. والسبب هو أن الفرق بين السعر الفعلي وسعر التوازن في السوق السائل أصغر مما يجب أن يلاحظه المرء في السوق غير السائلة¹.

بالإشارة $var(R_T^i)$ إلى التباين طويل الأجل، و $var(Z_T^i)$ التباين قصير الأجل لعائد الأصول i . لنفترض أن T هو عدد الفترات الفرعية التي تم الحصول عليها من خلال تقسيم الفترة زمنية الأطول. يمكن تعريف نسبة التباين على النحو التالي:²

$$VR^i = \frac{var(R_T^i)}{T \cdot var(Z_T^i)}$$

يعرض هذا المؤشر مقياساً يقارن التباين طويل المدى مع التباين قصير المدى. عندما تكون $VR^i < 1$ فهذا يشير إلى أن السوق غير سائل. بعبارة أخرى، يكون العائد قصير الأجل أعلى من العائد طويل الأجل. إذا افترضنا أن الأسواق في حالة توازن على المدى الطويل، فهذا يعني وجود تباين كبير بين عائد التوازن قصير الأجل وعائد التوازن على المدى الطويل. بالطبع، عندما يتزامن العائدان، فإن مؤشر السيولة يساوي واحد.

غالباً ما تستخدم نسبة التباين لاختبار كفاءة السوق. يتم ذلك عن طريق قياس انحراف سعر الأصل عن الفرضية العشوائية. لتأكيد الحدس حول هذه النقطة، حيث سعر الأصل P_t يتبع فرضية سير عشوائية.

$$P_t = P_{t-1} + \eta_t$$

حيث η_t هو تجانس التباين غير مرتبط بالزمن، أي $E(\eta_t) = 0$ و $Var(\eta_t) = \sigma_\eta^2$ و $E(\eta_t \eta_\tau) = 0$. من أجل τ لا تساوي t في ظل فرضية العشوائية نحصل عليها من $\Delta P_t = \eta_t$

$$Var(P_t - P_{t-2}) = Var(P_t - P_{t-2}) + Var(P_{t-1} - P_{t-2}) = 2\sigma_\eta^2$$

$$Var(P_t - P_{t-T}) = T\sigma_\eta^2$$

لذلك، في ظل فرضية السير العشوائي $\Delta P_t = R_T$ ، والتي تعطي نسبة التباين بالعلاقة:

$$VR_T = \frac{Var(P_t - P_{t-T})}{T\sigma_\eta^2}$$

إذا كان $VR_T = 1$ لا توجد انحرافات عن فرضية السير العشوائي.

الآن ننظر في الآثار المترتبة على الانحراف عن فرضية السير العشوائي. النظرة على الحالة التالية:

$$var(R_t + R_{t-1}) = 2Var(R_t) + 2Cov(R_t R_{t-1})$$

يمكن إنشاء نسبة التباين من:

$$VR(2) = \frac{2Var(R_t) + 2Cov(R_t R_{t-1})}{2Var(R_t)} = 1 + 2 \left[\frac{Cov(R_t R_{t-1})}{2Var(R_t)} \right] = 1 + 2\rho(1)$$

¹ Alexandros G , and other, **op.cit**, p 102.

² Ibid, p p 102-104

$\rho(1)$ هو تجسيد لمعامل الارتباط، ويتم التعبير عنه من خلال:

$$\rho(1) = \frac{Cov(R_t R_{t-1})}{2Var(R_t)}$$

إذا قمنا بتعميم هذه الحجة، نحصل على تعبير عام لنسبة التباين:

$$VR(T) = \frac{Var(R_T)}{TVar(R_T)} = 1 + 2 \sum_{s=1}^{T-1} \left(1 - \frac{s}{T}\right) \rho(s)$$

مع عوائد الأصول غير المرتبطة تسلسلياً، أي إذا كانت $\rho(s) = 0$ ، بالنسبة إلى $s > 1$ ، فإن نسبة التباين تساوي 1. مع الارتباط التلقائي للأمر 1.

$$R_t = \phi R_{t-1} + \varepsilon_t$$

$E(\varepsilon_t) = 0$ و $Var(\varepsilon_t) = \sigma_{\eta}^2$ يصبح التعبير عن نسبة التباين:

$$VR(T) = 1 + 2 \sum_{s=1}^{T-1} \left(1 - \frac{s}{T}\right) \phi^k$$

يمكن حساب نسبة التباين على فترات زمنية عشوائية. على سبيل المثال، قام (Hasbrouck and Schwarts) عام 1988 بحسابه على ثلاث فترات زمنية متميزة (مختلفة عن بعضها البعض)، وهم يأخذون في الاعتبار نسبة التباين من يومين إلى نصف ساعة، ونسبة التباين من يوم إلى ساعة واحدة، ونسبة تباين العائد لمدة يومين إلى يوم واحد. يكمن المنطق الكامن وراء هذا التحليل في المحتوى المعلوماتي المختلف للتباين قصير المدى وطويل الأجل. في الواقع، تميل سلسلة المعاملات قصيرة الأجل إلى التأثير على سعر السوق بطريقة أكثر وضوحاً من مجموعة المعاملات المقاسة على مدى فترة أطول.

المطلب الرابع: مقاييس سيولة السوق المرتبطة بتأثيرات الأسواق

كما هو مذكور أعلاه، لا تميز نسب السيولة السابقة، بين تغيرات الأسعار المؤقتة من التغيرات الدائمة التي تخلقها المعلومات الجديدة، أي عندما تتوفر معلومات جديدة في السوق، يمكن حتى لأحجام المعاملات الصغيرة أن تتوافق مع تحركات كبيرة في الأسعار، على سبيل المثال، المعلومات الجديدة التي تسبب أزمة مالية قد لا تؤدي إلى تحولات كبيرة لأن المتعاملين طالما أنهم غير مقيدون بالنقود، قد يفضلون الانتظار والمراقبة، لالتقاط حركة السعر بشكل أفضل بسبب الأحجام الكبيرة، أي الاتساع، ويجب استخراج حركة الأسعار بسبب المعلومات الجديدة المهمة بشكل مثالي.¹

غالباً ما يتم التمييز في أسواق الأسهم بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير منتظمة؛ بناءً على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والذي توفر أيضاً وسيلة لاستخراج تحركات السوق. ويتعلق التأثير بالمخاطر المنتظمة التي لا يمكن تنويعها لأنها تؤثر على جميع الأوراق المالية بطريقة منتظمة. وتسمى

¹ Abdourahmane S ; Tonny L , **Measuring Liquidity in Financial Markets**, International Monetary Fund, N02, 2002, p17.

درجة التأثير بيتا السهم على السوق كلما ارتفعت زادت المخاطر المنتظمة لهذا السهم. المخاطر غير منتظمة هي المخاطر الخاصة بالسهم المعنى، بمجرد إزالة مخاطر السوق، اقترح Hui و Heubel باستخدام هذا النهج حساب السيولة لمعدلة بالسوق للسهم:

$$R_i = \alpha + \beta Rm + u_i$$

حيث أن:

R_i : العائد اليومي على السهم؛

Rm : عائد السوق اليومي مثل مؤشرات السوق؛

β : هو معامل الانحدار أو ما يسمى معامل بيتا (مقياس المخاطر المنتظمة للسهم)؛

u_i : البواقي أو المخاطر المحددة.

تم يتم استخدام بواقي الانحدار لربط تباينه بحجم التداول

$$u_i^2 = \gamma_1 + \gamma_2 Vi + e_i$$

حيث أن:

u_i^2 : تربيع البواقي؛

Vi : النسبة المئوية للتغير اليومي بالدولار؛

e_i : القيم المتبقية.

تستخدم السيولة المعدلة في السوق من بواقي انحدار لعائد الأصول على عائد السوق (وبالتالي تخليصها من مخاطرها المنتظمة) لتحديد السيولة.

γ_2 في المعادلة كلما كانت أصغر كلما كان حجم التداول أصغر على تقلب سعر الأصول، ويجدر الإشارة إلى أنه كلما انخفض المعامل، زاد اتساع السوق.

من الممكن أيضا التمييز بين تأثير السوق، أي التغيير في منحني عائد الكوبون الصفري، وعلاوة السيولة لسندات حكومة، عادة ما تكون الاختلافات الرئيسية في سندات الحكومية هي آجال استحقاقها ونوعها. يمكن تقدير منحنيات عائد الكوبون الصفري، بشكل مثالي مع مراعات التوقيت المختلف للفائدة المبلغ (أصل الدين) الأساسي بناء على المنحنيات يمكن تقدير علاوة السيولة لسند معين، بالاعتماد على الفرق بين سعر السوق للسند والسعر المقدر باستخدام منحني عائد القسيمة الصفري. ومع ذلك، فمن الناحية العملية، غالبا ما يتم استخدام الفارق بين السندات الحكومية المعيارية بنفس المدة تقريبا، ولكن يتم تداولها بشكل أقل كبديل لعلاوة السيولة في حالة سندات المؤسسات، يعكس الفارق بين سندات المؤسسة وسندات الحكومة المعيارية في مخاطر الائتمان وقسط السيولة.

إن الأبحاث الأحدث التي تستخدم البيانات عالية التردد ومجموعة من نماذج الاقتصاد الكلي ونماذج البنية الدقيقة، مثل تدفقات الطلبات أو تأثير الأخبار، تنتج تنبؤات بشأن أسعار الصرف تفوق الأداء العشوائي يعكس الاختلاف جزئيا سيولة السوق. ينظر إلى أسعار الصرف الأجنبي عموما على أنها من أكثر

الأسواق كفاءة في استخدام المعلومات، ويرجع ذلك جزئياً إلى نماذج الاقتصاد الكلي التي تستخدم البيانات الشهرية نادراً ما تفوقت على نماذج السير العشوائي.

هناك مقاييس أخرى لسيولة الأسواق المالية تعتمد على الاقتصاد القياسي: مثل عملية الانحدار الذاتي AR، عملية انحدار ذاتي ومتوسطات متحركة ARMA، نموذج ARCH، نموذج GARCH ، وإلى غير ذلك من النماذج.

خلاصة الفصل

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى الجوانب النظرية للأسواق المالية، التي تعتبر أداة وصل أو فئات لنقل الفوائض المالية المتمثلة في المدخرات وإعادة توجيهها نحو قنوات الاستثمار والمتمثلين في طالبي الأموال الذين هم بحاجة إلى هذه الأموال، كما قد تم التعرف على تقسيمات الأسواق المالية المختلفة والتي تنقسم إلى ثلاث أقسام سوق النقد، سوق رأس المال وأخير الأسواق المالية العالمية وأهم تفرعات الأسواق التابعة إلى هذه الأسواق، ثم التطرق إلى كفاءة أسواق رأس المال التي إذا تحققت فقد تأخذ أكثر من صيغة وتبعا للمعلومات التي تصل إليها وكذا الاختبارات المختلفة لكل صيغة من صيغ كفاءة سوق رأس المال. وأخيرا تم التطرق إلى سيولة بصفة عامة وسيولة الأسواق المالية أو الأسواق المالية السائلة بصفة خاصة، ويمكن التعبير عنها بأنها الأسواق الذي يتم التداول فيه بعمق واتساع، أي إذا كان للسوق العديد من المشترين والبائعين وهذا هو أنسب تعريف يمكن أن نتوصل إليه في دراستنا لهذا المصطلح، وأخير تم سرد مقاييس المختلفة لسيولة الأسواق المالية.

**الفصل الثاني: القرار التمويلي بين
خيار السوق النقدي وخيار سوق رأس
المال**

تمهيد

تعتبر عملية اتخاذ القرارات في أي مؤسسة اقتصادية هي الأساس والقلب النابض للعملية الإدارية فهي عملية منظمة ورشيقة بعيدة كل البعد عن العواطف، وهذه العملية مبنية على دراسة وتفكير موضوعي، وذلك باختيار أحسن البدائل المتاحة بعد تحليل وتقييم النتائج والقيم المترتبة عن كل بديل، وذلك بهدف اتخاذ قرارات رشيقة تضمن الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة وتحقيق أعلى عائد.

وتعتبر القرارات التمويلية التي تتخذها مؤسسات الأعمال أصعب القرارات التي يتخذها المدير المالي بعد دراسات معمقة لمجموعة من البدائل التمويلية، ثم اتخاذ قرار الذهاب إما اقتصاديات الاستدانة من خلال التوجه نحو القطاع المصرفي من أجل الحصول على الأموال، أو الذهاب إلى السوق المالي بإدراج رأسمال جديد من خلال طرح أسهم وسندات جديدة للتداول أو التوجه نحو الأرباح المحتجزة كملاذ أخير، أو المزج بين البدائل المتاحة واختيار البديل التمويلي المناسب الذي يحقق أرباح عالية بتكاليف منخفضة.

ويمكن تقسيم هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: مفهوم القرار التمويلي؛

المبحث الثاني: محددات القرار التمويلي؛

المبحث الثالث: ضعف سيولة السوق المالي كدافع للتمويل من السوق النقدي؛

المبحث الرابع: جودة سيولة السوق المالي كدافع للتمويل من سوق رأس المال.

المبحث الأول: أساسيات حول القرار التمويلي

إن عملية البحث عن مصادر الأموال هي من القرارات الصعبة التي تتخذها المؤسسات وذلك راجع إلى محدودية وندرة الموارد لدى المؤسسات، الأمر الذي أصبح يتطلب من المدير المالي دراسة وتحليل مصادر الأموال، لأن هذه القرارات المتعلقة باختيار مصادر الأموال تترتب عليها مجموعة من الانعكاسات والنتائج التي تحدد مصير المؤسسات.

المطلب الأول: ماهية صنع القرار

لتوضيح ماهية القرار التمويلي يجب علينا في هذا المطلب التوقف على ضبط مفهوم القرار بصفة عامة واتخاذ القرار بصفة خاصة، وكذا كيفية اتخاذ القرار، وأهم أنواع وتصنيفات القرارات.

أولاً: مفهوم اتخاذ القرار

قبل البدا في تحديد مفهوم اتخاذ القرار تجدر الإشارة إلى ضبط المصطلحات التي لها علاقة مباشرة معه (القرار، اتخاذ القرار، عملية اتخاذ القرار وصناعة القرار)، وهذه المصطلحات تتداخل فيما بينها، ويمكن أن يتم الخلط بينها:

1. **القرار:** يعرف القرار في معجم اللغة العربية، القرار من مصدر قر وبمعنى ثبت وأقام¹، فيقال قرر الأمر إذا رضيه وأمضاه، ويقال قرر المسألة أو الرأي: وضحه وحققه².
- القرار هو: الاختيار الواعي لبديل واحد من بين بديلين أو مجموعة بدائل موضوعة بين يدي متخذ القرار في موقف يتطلب ذلك، بغية تحقيق هدف أو أهداف معينة أو حل مشكلة قائمة أو متوقعة الحدوث³.
2. **اتخاذ القرار:** إن اتخاذ القرار في الفكر الإداري المعاصر هو عملية عقلانية بالدرجة الأولى تخضع لقيود ومتطلبات تفرضها البيئة المحيطة من جهة كالظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والتنظيمية، وتتبع من طبيعة عمل الإدارة وأوضاعها من جهة أخرى⁴، ويمكن تعريفها على أنها عمل فكري وموضوعي يسعى إلى اختيار البديل الأنسب لحل مشكلة معينة من بين مجموعة من البدائل المتاحة أمام متخذ القرار، وذلك بالمفاضلة بينهما باستخدام معايير محددة، وبما يتماشى مع الظروف الداخلية والخارجية التي تواجه متخذ القرار. أو يمكن القول أنه هو التصرف الأفضل الذي تم اختياره من بين عدد من الحلول أو البدائل المتاحة أمام متخذ القرار لحل مشكلة معينة⁵.

¹ يوسف شكري فرحات، أميل بديع بعقوب، معجم الطلاب، ط6، دار الكتاب العلمية، بيروت، لبنان، 2004، ص 477.

² مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، دار التحرير، مصر، 1989، ص251.

³ ابراهيم بدر شهاب الخالدي، السلوك التنظيمي - منحنى تطبيقي معاصر -، ط1، دار الأعلام، عمان، الأردن، 2012، ص114.

⁴ فاروق عبده فليح، محمد عبد المجيد، السلوك التنظيمي في إدارة المؤسسات التعليمية، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2005، ص163.

⁵ محمود أحمد فياض، وآخرون، مبادئ الإدارة -وظائف المدير-، ط1، دار صفاء، عمان، الأردن، 2010، ص68.

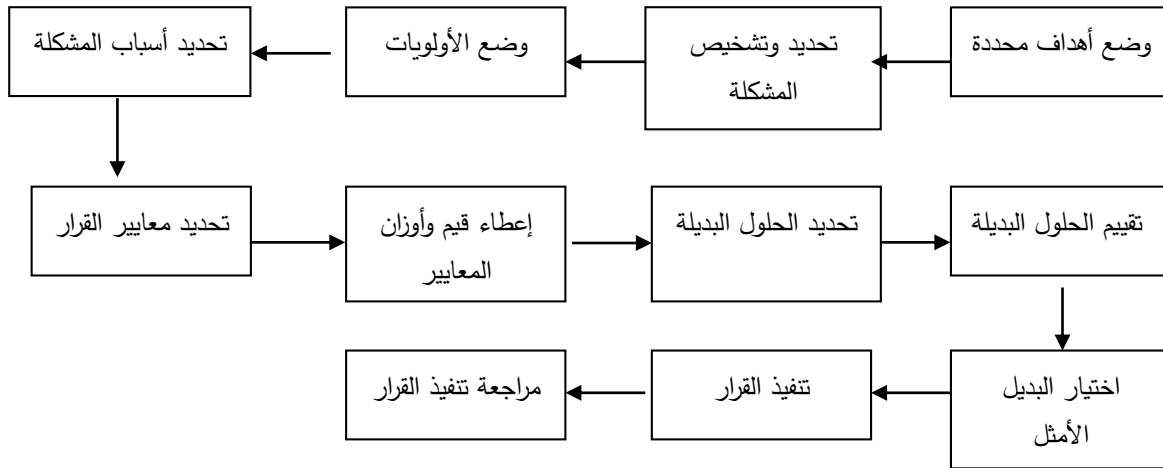
3. **عملية اتخاذ القرار:** تعتبر عملية اتخاذ القرار عصب العملية الإدارية فهي مهمة مستمرة ومواكبة للنشاط الإداري فنجد في هذا الصدد هيربرت سيمون والذي يعتبر من العلماء البارزين في مجال الإدارة وهو تلميذ ماكس فيبر يرى أن التنظيمات الإدارية تقوم على عملية صنع القرار، كما نجد عالم الإدارة الأمريكي ليونارد وايت يعتبر عملية اتخاذ القرار من المهارات التي يجب توفرها في المدير ووصفها بأنها قلب الإدارة¹.

4. **صنع القرار:** هو مجموعة من الاستجابات الفردية والجماعية التي تنتهي باختيار البديل الأنسب في مواجهة موقف معين، إن مفهوم صنع القرار لا يعني اتخاذ القرار فحسب وإنما هو عملية معقدة للغاية تتداخل فيها عوامل متعددة: نفسية، سياسية، اقتصادية واجتماعية، وتتضمن عناصر عديدة. يرى "طومسون" و"تودين" وإن كان الاختيار بين البدائل يبدو نهاية المطاف في (صنع القرارات) إلا أن مفهوم القرار ليس قاصرا على الاختيار النهائي بل أنه يشير كذلك إلى تلك الأنشطة التي تؤدي إلى ذلك الاختيار. وعلى ذلك يجب التفرقة بين مفهومي صنع القرار واتخاذ القرار فالأخير يمثل مرحلة من الأول بمعنى أن اتخاذ القرار يمثل مرحلة عملية صنع القرارات².

ثانيا: خطوات عملية صنع القرار

مما هو ملاحظ أن خطوات صنع القرار لا تختلف عن خطوات البحث العلمي كثيرا، ويمكن تلخيصها في الشكل التالي:

الشكل رقم(07): خطوات عملية اتخاذ القرار



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على دراسات سابقة.

¹ وهيبه بشارف، الضغوط النفسية وعلاقتها بعملية اتخاذ القرار لدى المسير المالي الجزائري، مجلة تنوير للدراسات الأدبية والانسانية، العدد 09، 2019، ص32.

² نوال عبد الكريم الأشهب، اتخاذ القرارات الإدارية - أنواعها ومراحلها-، ط1، دار أمجد، عمان، الأردن، 2015، ص15.

ويمكن شرح خطوات اتخاذ القرار على النحو التالي:¹

1. **وضع أهداف محددة:** إن وضع أهداف واضحة المعالم من شأنه أن يحدد النتائج الواجب تحقيقها، وتعتبر هذه الأهداف المقاييس والمعايير التي من خلالها يمكن معرفة أن هذه النتائج تحققت. كما أن الأهداف تساعد على توحيد جهود الأفراد داخل المؤسسة، وهو أمر مهم لنجاح المؤسسة.
2. **تحديد وتشخيص المشكلة:** تعني المشكلة وجود خلل أو تفاوت واختلاف بين الوضع الحالي المحقق، والوضع المرغوب المراد الوصول إليه، وهكذا يتضح وجود مشكلة أثناء وضع الأهداف، ويتم تحديد مدى خطورة المشكلة بالنسبة للمؤسسة من خلال قياس الفجوة بين مستوى الأداء المرغوب (المحددة) والمراد الوصول إليه في الأهداف، ومستوى الأداء الفعلي.
3. **وضع الأولويات:** أن عملية صنع القرار وتنفيذ الحلول تحتاج إلى موارد داخل المؤسسة، ولكن موارد أي مؤسسة محدودة ومقيدة، لذا يجب على المؤسسة وضع قائمة أولويات بالمشكلات: أي تقوم أولاً بترتيب المشكلات من حيث أهميتها وخطواتها ومدى الإلحاح، والنتائج والآثار التي تترتب عن حلها.
4. **تحديد أسباب المشكلة:** لا يمكن وضع حل معين لمشكلة ما دون معرفة الأسباب التي قادتنا إلى حدوثها؛ ومن الأفضل أن يتم تحديد أسباب المشكلة من قبل الأفراد الذين واجهتهم نفس تلك المشكلة باستمرار.
5. **تحديد معايير القرار:** تعني العناصر المناسبة للقرار، وتأتي هذه المرحلة بعد إتمام مرحلتي تشخيص المشكلة ومعرفة الأسباب التي أدت إلى حدوثها، وتشمل معايير القرار العوامل التي تؤخذ في الاعتبار في حل المشكلة مثل: تحليل التكلفة والفوائد، الخدمة، المواصفات، وتحليل الزمن اللازم لتنفيذ الحل، الخدمة بعد الشراء وغيرها من المعايير.
6. **إعطاء قيم وأوزان للمعايير:** تتفاوت المعايير المحددة في خطوة تحديد معايير القرار من حيث أهميتها، وبالتالي فإن عملية صنع القرار تأخذ في الاعتبار هذا الأمر، ويتم ترتيب المعايير التي تؤخذ في الاعتبار المحددة سابقاً حسب الأهمية، ويتم إعطاء وزن لكل معيار، حيث يمكن تحديد نطاق الأوزان لكل معيار، قد يكون هناك لديك نطاقاً من 1 إلى 10، حيث يكون 10 تمثيلاً لأهمية قصوى، و1 تمثيلاً لأقل أهمية.
7. **تطوير الحلول البديلة:** البديل هو الحل أو الطريقة الموضوعية أمام صانع القرار للتعامل مع المشكلة وحلها. ومن أجل حل هذه المشكلة لابد لصانع القرار من وضع مجموعة من البدائل الممكنة، وإعطاء الفرصة والوقت الكافي لتطوير ما يمكن من البدائل، على أن يتم ذلك دون تأخر وبحذر شديد، مما يساعد ذلك على عدم تفاقم المشكلة.

¹ حسين حريم، السلوك التنظيمي - سلوك الأفراد والجماعات في منظمات الأعمال -، ط4، دار الحامد، عمان، الأردن، 2013، ص ص 234-235.

8. **تقييم الحلول البديلة:** يتم تقييم هذه البدائل بعدما تم وضع حلول ممكنة للمشكلة، ولا ينبغي أن يتم تقييم كل بديل على حدى، بل يجب وضع كل البدائل مع بعض ثم البدء في عملية التقييم، لأن ذلك يؤثر سلبا على عدد الحلول التي يمكن تطويرها، وفي هذه المرحلة يتم معرفة وتحديد نقاط القوة والضعف لكل بديل، وعوائده وتكاليفه، وكذا مزاياه وسلبياته. ويتم تقييم كل بديل من البدائل حسب المعايير والأوزان التي تم اعتمادها سابقا في المرحلتين (5) و(6).

9. **اختيار البديل الأنسب:** وهنا يقوم صانع القرار باختيار من بين مجموعة الحلول البديلة البديل الأمثل؛ معتمدا في اختياره على نتائج التحليل الناقد لكل بديل والذي يحقق الأهداف المرسومة في المرحلة الأولى (مرحلة وضع الأهداف).

10. **تنفيذ القرار:** تتضمن هذه الخطوة توصيل القرار للأفراد المعنيين بتنفيذه لنيل قبولهم وتفهمهم لهذا القرار والالتزام بتنفيذه. ومهما كان القرار جيدا، فإن نتائجه تتوقف عن التنفيذ الصحيح الفعال له، ومن الممكن أن تكون النتائج غير جيدة بسبب تنفيذ القرار بصورة سيئة، رغم أن القرار المتخذ جيد، وبالتالي يجب وضع خطة من أجل تنفيذ القرار بشكل سليم.

11. **مراجعة تنفيذ القرار:** في هذه المرحلة فبمجرد تنفيذ القرار يتم مراقبة النتائج والتحقق من مدى تحقيق الهدف المرجو الوصول إليه. ويشمل التقييم الفعال قياس النتائج بشكل دوري وبانتظام ومقارنتها مع النتائج المنشودة، وفي حال وجود تفاوت بين النتائج يجب إجراء ما يلزم من تعديل أو تغيير سواء بالنسبة للبديل الذي تم اختياره أو في طريقة تنفيذه أو في الأهداف المرسومة إذا كانت صعبة التحقيق، وبعد هذه المرحلة يجب علينا الاستفادة من عملية اتخاذ القرار واستخلاص دروس لتحسين أداء اتخاذ القرار في المستقبل.

ثالثا: أنواع القرارات

يمكن أن يتم تقسيم القرارات إلى أنواع أو أنماط مختلفة، ويعتمد التقسيم على المعيار أو الأساس الذي يستخدم، ويمكن تقسيم القرارات الإدارية إلى عدة أنواع وفقا لأهميتها، دوريتها، طبيعتها، مداها وعموميتها.... الخ وبالتالي لا يمكن حصر التقسيم على أساس معيار واحد، منها:

1. **من حيث مدى القرار وعموميته:** تقسم القرارات من حيث مدى القرار وعموميته إلى:¹
 - أ. **القرار التنظيمي:** وهو القرار الذي تضعه إدارة المؤسسات من أجل فهم الأهداف الاستراتيجية، وكيفية تحقيقها على المدى الطويل، ويعتبر القرار التنظيمي بمثابة تشريع ثانوي، ويتضمن هذا القرار قواعد عامة ملزمة تطبق على عدد غير محدود من الأفراد من أجل تنفيذ الأعمال الموكلة إليهم بصورة جدية وحسنة، ومن أمثلتها: اللوائح، منح السلطات، تحديد السياسات الواجبة الإتباع، وتعيين أجهزة العمل وترتيبها في الهيكل التنظيمي للمؤسسة وتحديد العلاقات بينها...

¹ ابراهيم بدر شهاب الخالدي، المرجع السابق، ص 115.

ب. **القرار الفردي:** هو القرار الذي يخاطب فردا بذاته أو مجموعة معينة من الأفراد والتي تكون مرتبطة بأمور شخصية أو مهنية، كقرارات التعيين والفصل من الوظيفة، العلاوات الشخصية، الترقيات، والإجازات التي تمنح للعاملين وغير ذلك.

2. **من حيث الوظائف الرئيسية للمشروع:** تنقسم القرارات من حيث الوظائف الرئيسية للمشروع إلى:¹

أ. **قرارات تتعلق بالإنتاج:** ويشمل مجموعة واسعة من القرارات التي تؤثر على عمليات التصنيع: كحجم الإنتاج، حجم المصنع، موقع المصنع، التصميم الداخلي للمصنع، طرق الإنتاج، إجراءات الشراء، كمية المخزون، طرق دفع الأجور...

ب. **قرارات تتعلق بالمبيعات:** وهي القرارات التي تعتبر جزءا حيوي داخل المؤسسة والمتعلقة بتحديد الأسواق، موقع مكاتب البيع، تغليف المنتجات، العلامة التجارية المستخدمة، منافذ التسويق المستخدمة سواء عن طريق محلات التجزئة أو عن طريق التسويق عبر الانترنت، تسعير المنتجات، مدى ونوع الإعلانات، طرق مكافأة رجال البيع، جهود ترويج المبيعات، تقديم تقرير المبيعات...

ج. **قرارات تتعلق بالتمويل:** وهي القرارات المتعلقة بمصادر الأموال كتحديد الهيكل المالي الأمثل، شروط الائتمان، طرق الحصول على الأموال الجديدة، توزيع الأرباح، خطط إعادة التمويل، تحديد تكاليف العمليات، الإجراءات المحاسبية، الاندماج والتصفية...

د. **قرارات تتعلق بالأفراد:** وهي القرارات المتعلقة بمصادر الحصول على القوى العاملة، عمليات التوظيف، اختيار الموظفين، برامج التدريب والتطوير، تحليل العمل وتقييمه، استخدام نظام الاقتراحات، معالجة التأخير والغياب، أسس دفع الأجور والمرتبات، تقديم فرص الارتقاء، الترويج لوسائل الأمان وعلاقة المؤسسة بالجماعات الخارجية وتعتبر هذه القرارات أساسية لتحقيق إدارة للموارد البشرية وتطوير وسعادة الموظفين.

3. **من حيث إمكانية برمجتها:** تنقسم القرارات حسب إمكانية برمجتها إلى:²

أ. **قرارات مبرمجة:** وهي القرارات التي يتم التخطيط لها مسبقا والمحددة بواسطة قواعد وإجراءات تشرح بالتفصيل كيفية معالجة مشكلة روتينية متكررة ومعروفة بوجود درجة عالية من التأكد من نتيجة القرار، ومثال عن تلك القرارات سياسات المؤسسة، إجراءات التشغيل...

ب. **قرارات غير مبرمجة:** هي القرارات غير المخططة وغير المحددة مسبقا، أو يمكن القول أنها قرارات لا يمكن التنبؤ بها، وهي تتناول مشاكل جديدة غير معروفة داخل المؤسسة، ولا يمكن إتباع أساليب روتينية معروفة في علاجها مع وجود درجة عالية من عدم التأكد المرتبطة بمدى قدرة القرار على معالجة المشكلة.

4. **من حيث المستوى الإداري:** تنقسم القرارات من حيث المستوى الإداري إلى:³

¹ محمود أحمد فياض، عيسى يوسف قداد، المرجع السابق، ص ص 80-81.

² طارق عبد الرؤوف، إيهاب عيسى المصري، صناعة واتخاذ القرار، ط1، مؤسسة طيبة، القاهرة، 2016، ص20.

³ حسن على معنوق، برامج التنمية الإدارية وأثرها على فاعلية اتخاذ القرارات، ط1، مكتبة المجمع العربي، عمان، الأردن، 2016، ص ص 105-106.

أ. **القرارات التشغيلية:** وهي القرارات التي تُصنع على المستوى الأدنى في الهرم التنظيمي داخل المؤسسة، والتي تتعلق بالعمليات التشغيلية كالرقابة على المخزون، جدولة الإنتاج واختبار وسائل الإعلان.

ب. **القرارات الإدارية:** وهي القرارات التي تُصنع على مستوى الإدارة الوسطى في الهيكل التنظيمي، حيث يقوم المديرين بصنع قرارات لحل مشاكل التنظيم أو الرقابة على الأداء، ويتم بمقتضاها التأكد من تخصيص الموارد أي أن الموارد التي تم الحصول عليها واستخدامها بكفاءة وفاعلية في تحقيق أهداف المؤسسة، مثل التنبؤ بالمبيعات وإعداد الميزانيات...

ج. **القرارات الاستراتيجية:** وهي القرارات التي تُصنع عند قمة الهرم الإداري أي على مستوى الإدارة العليا في المؤسسة على المدى البعيد، وتتعلق القرارات الاستراتيجية بالوضع التنافسي للمؤسسة في السوق على غرار قرارات التوسع والاندماج؛ وتتميز هذه القرارات بأنها إبداعية ومعقدة وشمولية على اعتبار أن عملية اتخاذها تتطلب إجراء بحوث نظرية وتطبيقية، لأنها تتعلق بالمؤسسة ككل، فضلا عن أن هذا النوع من القرارات يعالج قضايا هامة ومستقبلية تؤثر على حياة المؤسسة وارتباطاتها وأهدافها واستراتيجياتها، القرارات الاستراتيجية تمثل القرارات الرئيسية التي توجه سلوك المؤسسة وتحدد اتجاهها العام. تتعامل هذه القرارات مع الأهداف الكبيرة والتحديات الرئيسية، وتشمل استخدام الموارد بشكل استراتيجي لتحقيق رسالة المؤسسة. وبالتالي فإن القرارات الاستراتيجية قرارات هامة تتطلب حشد الموارد المادية والبشرية والمعلوماتية للمؤسسة، وتتعلق بزيادة تكيف المؤسسة مع بيئتها الخارجية.

5. **من حيث ظروف اتخاذها:** تنقسم القرارات من حيث ظروف اتخاذها إلى:¹

أ. **القرارات التي تتخذ تحت ظروف التأكد:** وهي قرارات التي يكون فيها متخذ القرار قادرا على الحصول على المعلومات الكافية والدقيقة حول المشكلة محل القرار، وغالبا ما يكون الموقف الذي يوجد فيه متخذ القرار واضحا، إذ يكون أمامه عدد من البدائل المتاحة، ويقوم هو هنا باختيار البديل الذي يحقق أعلى عائد. وتتميز هذه القرارات بسهولة اتخاذها والاطمئنان إلى نتائجها.

ب. **القرارات التي تتخذ في ظل ظروف عدم التأكد:** يتخذ هذا النوع من القرارات في حالة عدم توفر كل المعلومات الكافية عن المشكلة لمتخذ القرار، مما يجعل الاحتمالات المرتبطة بالأحداث المتوقعة عن هذه المشكلة غير معروفة، وهذا يدفع بمتخذ القرار باتخاذ القرار استنادا على المعلومات المتاحة حاليا، حتى وإن كان هناك بعض الغموض أو العدم في بعض التفاصيل عن المشكلة.

¹حسن على معتوق، المرجع السابق، ص 108.

المطلب الثاني: القرار التمويلي

نظرا للأهمية البالغة لموضوع اتخاذ القرار التمويلي في المؤسسات حيث تستخدمه المؤسسة لتحقيق أهدافها، وبالتالي فإن نجاح أي مؤسسة يعتمد على هذا القرار ونوعية القرار المتخذ، لهذا سنحاول في هذا الإطار تقديم تعريف للقرار التمويلي والعوامل المؤثرة فيه.

أولاً: مفهوم القرار التمويلي

تعددت التعاريف التي تناولت موضوع القرارات التمويلية والقرارات المالية، فلكل منهما معنى خاص، فالأول منهما والمتمثل في القرار التمويلي والمرتبط بمصادر الأموال يهدف أساساً إلى تعظيم قيمة المؤسسة في السوق حيث يقوم على الموازنة بين الحصول على الأموال وامتلاكها بهدف تمويل الاستثمارات مع تحقيق أعلى الأرباح، والقرار المالي يشمل كل من القرار التمويلي، القرار الاستثماري وقرار توزيع الأرباح، وبالتالي فإن القرارات المالية أشمل وأعم من القرارات التمويلية.

ويمكننا تعريف القرارات التمويلية كما يلي:

- القرارات التمويلية هي أحد القرارات الحاسمة المتوقعة من مديري المؤسسات التي تسعى إلى تحقيق أهداف المؤسسة¹.
- عادة ما يتم اتخاذ القرارات التمويلية في أعلى مستويات الإدارة، ويتم إقرارها من قبل مجلس إدارة المؤسسة لأنها من القرارات المهمة للغاية لصلاحية المؤسسة على المدى الطويل².
- القرارات التمويلية هي القرارات التي تنطوي على اختيار المصدر أو المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة من أجل تمويل الاستثمار في موجوداتها³.
- تعرف القرارات التمويلية على أنها القرارات التي تتعلق بأنواع مصادر الأموال وكيفية الحصول عليها، والموازنة بين أنواعها المختلفة في سبيل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل⁴.
- قرار التمويل هو الوظيفة الثانية المهمة التي يقوم بها المدير المالي، حيث يجب أن يقرر هذا المدير المالي متى وأين وكيف يحصل على الأموال لتلبية احتياجات المؤسسة الاستثمارية، وبذلك فإن القضية المطروحة أمام المدير المالي هي تحديد النسبة المناسبة من حقوق الملكية والديون⁵.

¹ Wakara Ibrahimu N, and other, **The Effect of financing decision on firm performance (A case of tanzania)**, International Journal of african and asian studies, V 60, 2020, p35.

² Erich A. Helfert, **Analysis tools and techniques: A guide for managers**, McGraw- Hill, 2001, p33

³ إياد طاهر محمد، محمد حمدان عدنان، سيولة الأسواق المالية وأثرها في عائد الأسهم، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 76، بغداد، 2014، ص 180.

⁴ محمود جمام، أميرة دباش، أثر التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية -دراسة حالة البنوك التجارية بولاية جيجل-، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 04، 2015، جامعة أم البواقي، ص 71.

⁵ Pandey I. M , **Financial management**, 11th ed, Vikas, Noida, India , 2015, p4.

- تعرف القرارات التمويلية بناء على مكوناتها؛ حيث أن القرار التمويلي للمؤسسة يعتمد على مكونات الهيكل المالي، هذا الأخير يعبر عن قدرة المؤسسة على تمويل أصولها المختلفة¹، أما هيكل رأس المال فهو جزء من الهيكل المالي والذي يعنى التمويل الدائم للمؤسسة، ومن المعروف أن مصادر التمويل تتكون من مصدرين أحدهما داخلي والآخر خارجي، ومصادر التمويل الداخلية تتأتى من التمويل الذاتي للمؤسسة والذي يحتسب من خلال الأرباح المحتجزة للمؤسسة، في حين أن مصادر التمويل الخارجية فعادة ما تحصل عليها المؤسسة مقابل إصدار الأسهم العادية والممتازة وكذلك القروض طويلة الأجل...²

من خلال التعاريف السابقة يمكننا تعريف القرار التمويلي على أنه عملية اختيار مصادر وطريقة التمويل الملائمة أي توفير الأموال لتغطية احتياجات المؤسسة وكذا تمويل الاستثمارات التي تسعى المؤسسة للحصول عليها، من بين مجموعة من البدائل المتاحة أمام متخذ القرار الذي ينبغي أن يكون ملما بالمؤسسة من جهة وبعده جوانب مالية من جهة أخرى.

ثانياً: أنواع القرارات التمويلية

ينقسم القرار التمويلي بشكل عام إلى ثلاث أنواع هي:³

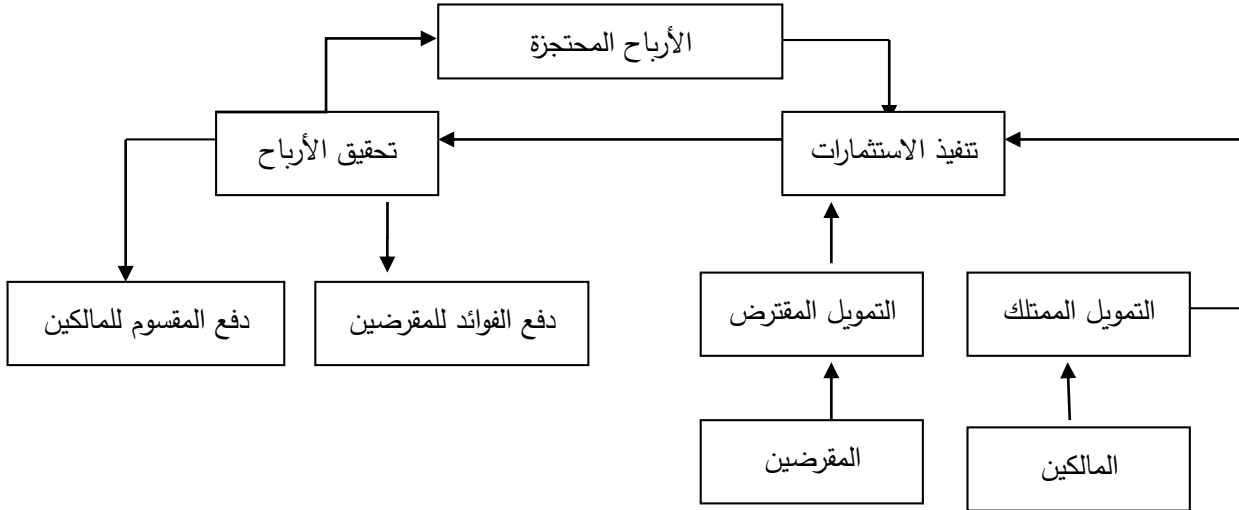
- يرتبط القرار بتشكيلة الأصول وتتعلق هذه القرارات بكيفية تشكيل وتوزيع الأصول في المؤسسة، والتي تساعد هذا القرار على تحليل كيفية استخدامها للموارد وتوجيه الاستثمارات واتخاذ القرارات المالية الاستراتيجية؛
- يرتبط بتشكيلة الخصوم وحقوق الملكية (التزامات المؤسسة) وتتعلق هذه القرارات بالتزامات المؤسسة وكيفية جمع وتوزيع رأس المال بين الموارد المملوكة والمقترضة؛
- يمثل القرار المقسوم، وهو ما تم تحديده من مساهمة التمويل الداخلي من أموال، أي القرار الذي يحدد نسبة الأرباح المحتجزة التي تم احتجازها وتوزيعها على حملة الأسهم العادية.

¹ بن زكورة العونية، تسيير وإستراتيجية مؤسسة، ط1، منشورات ألفا للوثائق، عمان، الأردن، 2022، ص 67.

² سعود جايد مشكور العامري، وآخرين، أساسيات الإدارة المالية الحديثة، دار عيذاء، عمان، الأردن، 2019، ص23.

³ بن زكورة العونية، المرجع السابق، ص 68.

الشكل رقم(08): تدفقات الأموال من إلى المؤسسة



المصدر: بن زكورة العونية، تسيير واستراتيجية مؤسسة، ط1، منشورات ألفا للوثائق، عمان، الأردن، 2022، ص68.

ثالثاً: الأطراف ذات العلاقة بقرارات التمويل

هناك عدة أطراف تؤثر على قرارات التمويل التي تتخذ من داخل المؤسسة، ومن أهم هذه الأطراف

نجد: المديرون، المساهمون، الدائنون والدولة.¹

1. **المديرون:** هم الأفراد الذين يتحملون مسؤولية إدارة وتسيير المؤسسة، حيث يتكفلون باتخاذ القرارات وتنفيذها ويتم هذا بناء على المعارف والكفاءات التي يكتسبونها من خلال عملهم، وليس بالضرورة أن تتطابق أهداف المديرين مع أهداف مآك المؤسسة (المساهمين) على اعتبار أن لكل منهم مصالح شخصية يسعى لتحقيقها.

2. **المساهمون:** هم أفراد أو كيانات التي تساهم برؤوس أموالها الخاصة في المؤسسة، مقابل حصولهم على أسهم في هذه المؤسسة، ووظيفة المساهمين أولاً ضمان تمويل المؤسسة في بداية نشاطها بفضل المساهمة الأولية في رأس المال، والمساهمة في الارتفاعات الدورية في رأس المال الاجتماعي والقبول بإعادة استثمار كل أو جزء من الأرباح التي حصلت عليها المؤسسة من خلال نشاطاتها، كما يتحمل المساهمون الخطر المرتبط بالتوزيع العشوائي للأرباح المحتجزة على استثمارات المؤسسة، ولهذا السبب يكون لهم الحق في الرقابة على إدارة المؤسسة واتخاذ بعض القرارات الاستراتيجية وذلك حسب الحجم ونوعية المساهمة التي قدموها، إن هدف المساهمين هو الحصول على عائد مجزي مقابل أموالهم المستثمرة في المؤسسة، وعليه

¹ حركاتي نبيل، تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2018، ص ص 48-50.

يمكن القول أن هدف المساهمين هو تعظيم قيمة أسهمهم، ومن أجل ذلك فهم يبحثون عن أسهم المؤسسات التي تمنحهم أقصى عائد في شكل قسائم وفائض قيمة عند التنازل عنه.

وفي المقابل تتوارى على المساهمين مهمة تحمل المخاطر المرتبطة بنشاط المؤسسة، حيث يتشكل هذا العبء من التحديات والمخاطر المصاحب لنشاط المؤسسة من جهة، ومن خصوصية العلاقة القانونية التي تربطهم بالمؤسسة من جهة أخرى.

3. **الدائنون:** يلعب الدائنون والمساهمون نفس الدور الا وهو تمويل المؤسسة، إلا أن الاختلاف يكمن في أن الدائنين لا يقدمون مصادر تمويل دائمة بل مؤقتة لها آجال تسديد لاحقة منصوص عليها في العقد، وهدف الدائنين هو الحصول على الفوائد من الأموال التي أقرضوها وكذا استرجاع المبلغ الأصلي للقرض، ولا يمكن تحقيق هذا الهدف إلا إذا كانت المؤسسة تتميز بالملاءة المالية اللازمة، حيث يبحث الدائنون عن حماية أنفسهم ضد مخاطر عدم سداد المبالغ عن طريق اتخاذ إجراءات وقائية وطلب ضمانات مثل الرهن على بعض أصول المؤسسة، بالإضافة إلى ذلك فإن الدائنون يتحملون خطر تقلبات أسعار الفائدة في السوق، مما يعزز مستوى المخاطر التي يتحملونها أثناء تقديم التمويل للمؤسسة.

4. **الدولة:** تؤثر الدولة على قرارات التمويل في المؤسسة بشكلين مباشر من خلال القوانين التي تنصها لتنظيم سوق توظيف الادخار، وغير مباشر من خلال السياسة النقدية التي تؤثر على أسعار الفائدة في البنوك، والتشريع الجبائي الذي تصدره والذي يؤثر على الخيارات المالية للمؤسسة ويحدد التكاليف الجبائية المرتبطة بالتمويل، وهذا يشمل تأثيره على قرارات الاستثمار وهيكل رأس المال في المؤسسة.

المطلب الثالث: الأدوات المستخدمة في اتخاذ قرار التمويل

يقوم متخذ القرار التمويلي في اتخاذ قراره على مجموعة من الأدوات التي تساعده في تحديد القرار المالي المناسب أهمها: التحليل المالي، تحليل التعادل، الرفع المالي والتشغيلي سنحاول عرضها فيما يلي:

أولاً: التحليل المالي

يعرف التحليل المالي على أنه عملية ممنهجة ومنظمة تقوم بمعالجة البيانات الموجودة بهدف الحصول على معلومات محددة منقاة، يتم الاعتماد عليها في عملية اتخاذ القرارات وتفسير أداء المؤسسات على مر الفترات الزمنية الماضية والحاضرة والتنبؤ بما سيكون عليه المستقبل، ويقصد بهذه المعلومات المتعلقة بالمركز المالي والمركز النقدي للوحدة الاقتصادية¹.

1. **التحليل بالنسب المالية:** تعرف النسب المالية بأنها دراسة العلاقة بين متغيرين أحدهما يمثل البسط والآخر المقام، ويعني ذلك فحص وتحليل الارتباط بين عنصر أو عدة عناصر مالية مع عنصر آخر أو عدة

¹ سالم محمود عيود، أحمد محمد فهمي البرونجي، التحليل المالي - منهج تحليلي لتقويم الأداء ودعم العملية الإدارية-، ط1، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، بغداد، 2019، ص 26.

عناصر أخرى، وهناك عدد كبير من النسب المالية، ولكن المهم هو وضع النسب ذات الدلالة والتي تقدم معلومات مثل نقاط قوة وضعف والتي تساعد على تقييم وضعية المؤسسة، واتخاذ القرارات الإدارية¹.

أ. **نسبة السيولة:** هي نسبة مفيدة لكل من المصرفيين، الموردين، والدائنين، كما تعتبر من النسب ذات الأهمية البالغة للمحللين الماليين الذين يراقبون عمليات سداد الالتزامات للموردين²، وتقاس نسبة السيولة كما يلي:³

- **نسبة التداول (السيولة العامة):** تقيس هذه النسبة درجة تغطية الأصول المتداولة للخصوم المتداولة، ويمكن اعتبارها مؤشرا لقياس التوازن المالي، أي تحقيق التناسق بين الاستخدامات قصيرة الأجل والمصادر المالية قصيرة الأجل، وهي توفر نظرة حول المقدرة على تسديد الالتزامات القصيرة الأجل باستخدام الأصول التي يمكن تحويلها بسهولة إلى نقد، مع ضمان استمرار النشاط. وتقاس هذه النسبة كما يلي:

الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة

- **نسبة السيولة السريعة:** تعتبر هذه النسبة أضيق من نسبة التداول وتظهر درجة السيولة التي تتمتع بها المؤسسة في وقت محدد، ولقد تم استبعاد أصعب العناصر تحولا إلى نقدية كي تعبر هذه النسبة عن السيولة الحقيقية للمؤسسة؛ وبالتالي نسبة السيولة الشاملة تقييم القدرة الشاملة على التسديد، بينما نسبة السيولة السريعة تركز على التسديد دون الاعتماد على المخزون؛ ويعتبر عنصر المخزون هو أصعب العناصر تحولا إلى نقدية وذلك راجع لتعرضه للخسائر مثل (تلف، هبوط أسعار، تغير أذواق الجمهور) لا يمكن اعتباره صحيحا في كافة الأحوال، فكما ذكرنا فإن المخزون السلعي قد لا يكون من العناصر السريعة التحول إلى نقدية بسبب قلة العرض قياسا إلى الطلب، وكذلك الأمر فقد توجد أحيانا أسهم أو سندات أو أرصدة مدينين لا يمكن تحصيلها بالسرعة المطلوبة. وتقاس هذه النسبة كما يلي:

(الأصول المتداولة - أصعبها تحول إلى نقدية) / الخصوم المتداولة

ويمكننا ملاحظة الفرق بين النسبة السابقة وهذه النسبة، ويرى البعض أن هذه النسبة أقرب إلى الدقة من سابقتها، ولكن البعض يرى أنه من الضرورة أخذ المزيد من الحيطة والحذر ولذلك اقترحوا النسبة القادمة.

- **نسبة السيولة النقدية:** وتظهر هذه النسبة مقدرة المؤسسة النقدية في لحظة معينة لتسديد الالتزامات قصيرة الأجل، وتختلف هذه النسبة عن النسبتين السابقتين لأنها تهتم بالعناصر النقدية والأصول القريبة إلى النقد فقط، وتظهر هذه النسبة إلى أي مدى يمكن للمؤسسة التعامل مع التحديات المالية الفورية دون الحاجة إلى تحويل الأصول إلى نقد، وهذا يعتبر إمعانا كبيرا في سياسة الحيطة والحذر، وتفترض استحقاق الخصوم من قبل تحصيل مبالغ المدينين وأوراق القبض وبيع المخزون السلعي. وتقاس هذه النسبة كما يلي:

¹ منير شاكر محمد، وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، ط 3، دار وائل، عمان، الأردن، 2008، ص 52.

² سالم محمود عبود، أحمد محمد فهمي البرزنجي، المرجع السابق، ص 88.

³ منير شاكر محمد، وآخرون، المرجع السابق، ص ص 72-75.

الأصول النقدية والشبه نقدية/ الخصوم المتداولة

ب. **نسب النشاط:** تستخدم هذه النسب لتقييم أداء المؤسسات المتعلقة بالمركز المالي قصير الأجل، وتعتبر هذه النسب مؤشر على نشاط المؤسسة في تاريخ معين أو فترة زمنية محددة، ويعرفها البعض بنسب إدارة الموجودات نظراً لأنها تقيس مدى كفاءة الإدارة في استخدام أصولها وإدارتها لإنتاج أكبر قدر من السلع والخدمات، وتعد معدلات الدوران أكثر نسب النشاط تطبيقاً في التحليل المالي. وتعد نسب النشاط إحدى المكونات الرئيسية لربحية المؤسسة، وتقاس نسب النشاط بالعلاقات التالية:¹

- **معدل دوران الأصول:** يشير معدل دوران الأصول إلى كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها لتوليد الإيرادات، حيث تستخدم هذه النسبة لقياس حجم الإيرادات التي تتولد مقابل كل عملة مستثمرة في الأصول في فترة زمنية محددة، وتستخدم هذه النسبة لتقييم فعالية الإدارة في تحقيق قيمة أعلى للمبيعات بناء على الاستثمار في الأصول. وتقاس هذه النسبة كما يلي:

صافي المبيعات/ مجموع الأصول

- **معدل دوران الموجودات الثابتة:** مدى كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها الثابتة لتوليد الإيرادات، وتستخدم هذه النسبة في قياس كفاءة الإدارة في استخدام الاستثمارات في الأصول الثابتة لتحقيق عائد مالي أفضل. وتقاس هذه النسبة كما يلي

صافي المبيعات/ القيمة الدفترية للأصول الثابتة

- **معدل دوران الموجودات المتداولة:** يشير هذا المؤشر إلى درجة كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها المتداولة لتوليد الإيرادات. وتقاس هذه النسبة كما يلي

صافي المبيعات/ الأصول المتداولة

- **معدل دوران المخزون:** يستخدم معدل دوران المخزون لمعرفة درجة كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها المتداولة وخاصة المخزون في توليد إيرادات، ويمكن القول أن معدل دوران المخزون هو عدد مرات قيام المؤسسة ببيع المخزون واستبداله خلال فترة زمنية معينة. وتقاس هذه النسبة كما يلي

صافي المبيعات/ متوسط المخزون

أو :

تكلفة البضاعة المباعة/ متوسط المخزون

- **معدل دوران الحسابات المدينة (الذمم المالية):** توضح هذه النسبة مدى نجاح السياسة الائتمانية للمؤسسة على تحصيل ديونها في الوقت المناسب، فهذه النسبة توضح كم مرة استطاعت فيها المؤسسة فيها تحويل المدينين إلى نقدية خلال فتره زمنية معينة (فترة محاسبة). وتقاس هذه النسبة كما يلي:

صافي المبيعات الآجلة / متوسط الذمم المدينة

وتقاس أيضاً:

¹ مجدي الجعبري، التحليل المالي المتقدم، ط1، دار الحكمة، مصر، 2014، ص ص 125- 129 .

متوسط الذمم المدينة = (رصيد المدينين أول المدة + رصيد المدينين آخر المدة) / 2

- معدل دورات الحسابات الدائنة: وتستخدم هذه النسبة كمؤشر للحكم على التزام المؤسسة في سداد التزاماتها التجارية قصيرة الأجل أي قدرتها على التحكم في إدارة الديون أو الحسابات الدائنة. ويرتبط ذلك بعدد مرات تسديد الحسابات الدائنة خلال الفترة المحاسبية. وتقاس هذه النسبة كما يلي:

المشتريات الآجلة / متوسط الذمم الدائنة

ج. **نسب الهيكل المالي:** تهتم هذه النسبة بتحليل الهيكل المالي واستخدام الديون في المؤسسة، وتهتم بها الأطراف التي تقوم بمنح القروض طويلة الأجل مثل أصحاب السندات والمؤسسات المالية. كما يهتم المساهمون أيضا بهذا التحليل لسداد الديون طويلة الأجل¹. وتقاس نسب الهيكل التمويلي:²

- **نسبة المديونية:** كلما ارتفع هذا المؤشر كان هذا الارتفاع غير جيد ويبين أن المؤسسة غير قادرة على خدمة دينها مما يزيد من مخاطر أصحاب القروض والمستثمرين. وتقاس هذه النسبة كما يلي

إجمالي الالتزامات/ حقوق الملكية

- **نسبة إجمالي الديون للموجودات:** يقيس إجمالي الديون مقارنة مع إجمالي الأصول، ويعتبر انخفاض قيمة المؤشر شيء إيجابي من وجهة نظر المقرضون لأن ذلك الانخفاض يتيح لهم هامش أمان أكبر. وتقاس هذه النسبة كما يلي:

إجمالي الالتزامات/إجمالي الأصول

- **نسبة الديون الطويلة الأجل إلى الأصول الثابتة:** يستخدم لتقييم حجم الديون طويلة الأجل بالمقارنة مع الأصول الثابتة، ويعتبر ارتفاع هذا المؤشر يشير إلى أن نسبة عالية من الديون الطويلة الأجل مستخدمة في تمويل الأصول الثابتة، وهذا مؤشر مقلق لأصحاب الصلة وخاصة المقرضين والمستثمرين. وتقاس هذه النسبة كما يلي:

الالتزامات الثابتة / إجمالي الأصول الثابتة

- **نسبة تغطية الفوائد:** مؤشر يعبر عن قدرة المؤسسة على توليد الأرباح الكافية لتغطية فوائد الديون السنوية، كلما كانت قيمة المؤشر كبيرة دل على أن المؤسسة قادرة على سداد فوائد التزاماتها وقروضها دون أي مشاكل. وتقاس هذه النسبة كما يلي

صافي الدخل قبل الفوائد والضريبة / مصروف الفائدة السنوية

د. **نسب المردودية:** تعرف المردودية على أنها ذلك الارتباط بين الناتج والوسائل التي ساهمت في تحقيقه، ويمكن القول أنها مدى مساهمة رأس المال المستثمر في المؤسسة في تحقيق النتائج المالية، وتصنف المردودية إلى:¹

¹ مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطاونة، تحليل القوائم المالية -مدخل نظري وتطبيقي-، ط2، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2011، ص 134.

² المرجع نفسه، ص 163.

- **المردودية الاقتصادية:** تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي للمؤسسة وتستبعد كل النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي، تتمثل النقاط الأساسية التي تشملها المردودية الاقتصادية في عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال والتي يتم الحصول عليها من جدول حسابات النتائج، والأصول الاقتصادية من الميزانية. وتقاس هذه النسبة كما يلي

نتيجة الاستغلال بعد الضريبة/ الأصول الاقتصادية

تقيس المردودية الاقتصادية مدى مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة في تكوين نتيجة الاستغلال.

- **المردودية المالية:** على عكس المردودية الاقتصادية التي تهتم بالنشاط الأساسي للمؤسسة، تهتم المردودية المالية بإجمالي الأنشطة داخل المؤسسة وتحتوي مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية، حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية. وتقاس هذه النسبة كما يلي

النتيجة الصافية/الأموال الخاصة.

من قانون النسبة نستنتج ان المردودية المالية هي مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة.

هـ. **نسبة الربحية:** وهي النسبة التي تقيس مدى ربحية المؤسسة، وتظهر هذه النسبة العلاقة بين الربح وإحدى المتغيرات الأخرى². وتقاس ربحية المؤسسة بالنسب التالية:³

- **هامش الربح:** تدفع المؤسسات قدرا كبيرا من الاهتمام لهوامش ربحها، لأنها تعتبر مؤشرا هاما للكفاءة والجدوى المالية للمؤسسة. وتقاس هذه النسبة كما يلي:

صافي الدخل/ المبيعات

- **العائد على الأصول:** العائد على الأصول هو كفاءة المؤسسة في تحقيق عوائد على الأصول التي تمتلكها وتستخدمها في عملياتها، ويعرف أيضا على أنه هو مقياس الربحية لكل دولار من الأصول. وتقاس هذه النسبة كما يلي:

صافي الدخل / مجموع الموجودات

- **العائد على حقوق المساهمين:** العائد على حقوق المساهمين يقيس كفاءة المؤسسة على تحقيق عوائد على حقوق المساهمين، العائد على حقوق المساهمين المعنى المحاسبي له هو قياس الحد الأدنى للأداء الحقيقي، وعادة ما يقاس العائد على حقوق المساهمين على النحو الآتي:

صافي الدخل / مجموع الحقوق

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، المرجع السابق، ص ص 267-268.

² محب خله توفيق، اقتصاديات التمويل الإداري، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013، ص432.

³ مهدي عطية الجبوري، أساسيات التمويل، دار المنهجية، عمان، الأردن، 2018، ص ص 152-153.

2. التحليل باستخدام مؤشرات التوازن المالي: ويكون ذلك من خلال رأس المال الامل والاحتياج في رأس المال العامل:

أ. رأس المال العامل: وهو يمثل الفارق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، وغالبا ما يكون قيمة موجبة. ويعتبر مقياسا مقبولا للسيولة، فبإهمال باقي العوامل كلما كانت الأصول المتداولة أكبر من الخصوم المتداولة، كان ذلك مؤشرا أفضل على الوفاء بالالتزامات الجارية للمؤسسات عندما يحل موعد استحقاقها. ويمكن تعريفه أيضا على أنه ذلك الجزء من الأصول المتداولة الذي يتم تغطية تمويله بواسطة مصادر طويلة الأجل¹.

يمكن أن يحتسب بالطريقة الأولى بواسطة القسم العلوي من الميزانية:

الأموال الدائمة - صافي الأصول الثابتة

أما من القسم السفلي للميزانية الطريقة الثانية فإن رأس المال العامل الصافي يحتسب عن طريق:

الأصول المتداولة - الخصوم المتداولة

ب. الاحتياج في رأس المال العامل: يعد رأس المال العامل جزء أساسي في مجال الأعمال، إذ لا بد للمؤسسة أن تحافظ على مقدار معين من رأس المال لتغطية التكاليف والالتزامات الحالية خلال عملياتها اليومية، وهو ما يدعى بالاحتياجات في رأس المال العامل، وتبرز الحاجة إلى رأس المال العامل لمجموعة من الأسباب².

- شراء المواد الخام وقطع الغيار؛

- دفع أجور ورواتب العاملين؛

- تغطية المصروفات والنفقات اليومية؛

- تلبية الالتزامات قصيرة الأجل وخاصة الائتمان التجاري.

ويحسب وفق العلاقات التالية:

$$\text{احتياج رأس المال العامل} = \text{احتياجات التمويل} - \text{موارد التمويل}$$

أو:

$$\text{احتياج رأس المال العامل} = (\text{الأصول المتداولة} - \text{القيم الجاهزة}) - (\text{الديون قصيرة الأجل} - \text{سلفيات مصرفية})$$

أو:

$$\text{احتياج رأس المال العامل} = \text{احتياج رأس المال العامل للاستغلال} + \text{احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال}$$

حيث:

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر- ، ط6، المكتب العربي الحديث، إسكندرية، مصر، 2007، ص193.

² جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2014، ص 231.

احتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال = موارد خارج الاستغلال - استخدامات خارج الاستغلال.
والاحتياجات الدائمة: هي المخزونات المتداولة، وديون على العملاء يتم تسديدها وتحويلها إلى سيولة، وديون الموردين التي تسدد في أجل استحقاقها، هامش أمان مالي لمواجهة الظروف الاستثنائية، من ناحية تمويل هذه الاحتياجات.

ج. **الخزينة:** يمكن تعريف خزينة المؤسسة بأنها مجموعة الأموال التي تكون بحوزة المؤسسة خلال دورة استغلالية واحدة، وهي تشمل صافي القيم الجاهزة التي تحتفظ بها المؤسسة لتلبية احتياجاتها الفورية خلال الدورة¹، وتمثل أيضا الفرق بين رأس المال العامل واحتياج رأس المال العامل، وهي تشمل القيم الجاهزة (المتاحات) أي ما يستطيع التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة خلال الدورة، ومنه نستنتج أنها الفرق بين الموارد المستغلة لتمويل نشاط المؤسسة والاحتياجات الناتجة عن استغلال نشاطها. وتقاس هذه النسبة كما يلي:

رأس المال العامل - احتياج في رأس المال العامل

أو

المتاحات - التسبيقات المصرفية

ثانيا: تحليل التعادل

هناك عدة مفاهيم لتحليل التعادل، كتحليل التكلفة والحجم والربح، أو عتبة المردودية، ويعرف تحليل التعادل على أنه حجم المبيعات الذي يكفي فقط لتغطية كافة التكاليف². يطلق عليها نقطة التعادل لأنها النقطة التي تلتنقي فيها الإيرادات مع التكاليف. ويمكن التفصيل فيها فيما يلي:³
أن المقصود بنقطة التعادل تلك النقطة التي تتعادل عندها كافة التكاليف مجموع التكاليف الثابتة وتكاليف المتغيرة مع الإيرادات الكلية للمؤسسة، أي أن هذه النقطة التي تم الوصول إليها لا تحقق لا ربح ولا خسارة، وتعرف أيضا أنها كمية الإنتاج التي يكون عندها الربح صفرا، أي بمعنى آخر هي عبارة عن المبيعات الذي لا يحقق عنده أي ربح أو خسارة، وتوضح بالعلاقات التالية:

إجمالي الإيرادات = إجمالي التكاليف

إجمالي الإيرادات = ثمن بيع الوحدة × حجم الإنتاج

¹ إسماعيل سبتي، الزواوي أحمد المهدي، وآخرون، استخدام مؤشرات التسيير المالي والمحاسبي في ترشيد قرارات المؤسسة الإعلامية الرياضية - مجموعة bein القطرية نموذجا-، حوليات جامعة الجزائر 1، المجلد 35، العدد 04، 2021، ص 430.

² شلابي عمار، تحليل التعادل كأداة إدارية لصنع القرار في المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة برميكس الشرق سكيكدة-، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 04، العدد 02، 2020، ص 153.

³ محمود عزت اللحام، وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، ط2، مكتبة المجمع العربي، عمان، الأردن، 2016، ص 163-164.

إجمالي التكاليف = التكاليف الثابتة + التكاليف المتغيرة

التكاليف المتغيرة = حجم الإنتاج x تكلفة الوحدة المتغيرة

ومن المعادلات أعلاه يمكن بيان حجم الإنتاج التعادل في صورته التفصيلية كما يلي:
حجم الإنتاج x ثمن بيع الوحدة = التكاليف الثابتة + (حجم الإنتاج x تكلفة الوحدة المتغيرة).

ثالثاً: الرافعة التشغيلية والمالية

1. **الرافعة التشغيلية:** لا يمكن وجود فكرة الرافعة التشغيلية داخل المؤسسات دون وجود تكاليف ثابتة في عمليات المؤسسة، حيث لا وجود لمثل هذه الظاهرة في المؤسسات دون أن تتضمن تكاليفها التشغيلية تكاليف ثابتة إلا أنه يستثنى منها التكاليف المالية، ويعبر عن الرفع التشغيلي بمدى التغير في ربح العمليات نتيجة عن التغير في المبيعات، أو بمدى حساسية الربح التشغيلي للتغير في المبيعات¹. وتقاس هذه النسبة كما يلي:

نسبة التغير في نتيجة الاستغلال (الربح التشغيلي)/نسبة التغير في حجم النشاط

2. **الرافعة المالية:** إن فكرة الرافعة المالية داخل المؤسسات مرتبطة باستخدام الدين أو أموال الغير الأمر الذي يترتب عليه أعباء ثابتة متمثلة بالفوائد على الدين ويتوجب على المؤسسة تسديد الدين وفوائده، وتعرف الرافعة المالية بأنها نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير أي الاعتماد على الاقتراض من أجل التمويل المالي لاحتياجات المؤسسة². وتقاس هذه النسبة كما يلي:

إجمالي الالتزامات / إجمالي الموجودات (الأصول)

رابعاً: تكلفة التمويل

ينظر إلى مصطلح تكلفة التمويل أو تكلفة مصادر تمويل عمليات المؤسسة في مجال الإدارة المالية على أنها الحجر الأساس في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية السليمة، وتحديد هيكل التمويل الأمثل (التركيبية أو التشكيلية المناسبة من مصادر التمويل)، وقد جاء هذا الاتجاه حديثاً من الفكر المالي نتيجة التغيرات التي حصلت في الأموال ومصادرها وكذلك متغيرات طلب وعرض الأموال، وعموماً فقد استندت الإدارة المالية في تحديدها لتكلفة الأموال إلى بعدين، الأول اقتصادي والثاني محاسبي، إذ تعتمد الإدارة المالية على مفهوم تكلفة الأموال ضمن المنظور الاقتصادي مع الأخذ بعين الاعتبار البعد المحاسبي، وهنا نجد - رأي الإدارة المالية- هو الأقرب للصواب إذ أنه يجمع بين المفهوم الاقتصادي والمفهوم المحاسبي مع عدم تجاهل طبيعة التكلفة سواء كانت تعاقدية أو على شكل العوائد التي سوف تدفع للأموال المستعملة. وهنا

¹ مليكاوي مولود، الاستراتيجية والتسيير المالي، ط1، دار هومه، الجزائر، 2018، ص178.

² ضياء إباد المصري، محمد سليم العيسى، أثر الرافعة التشغيلية والمالية على قيمة السهم -دراسة تطبيقية على القطاع المالي المدرج في بورصة عمان-، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 08، العدد 13، 2020، ص 242.

تعرف تكلفة التمويل على أنها المبلغ الذي يجب دفعه للحصول على الأموال اللازمة لاستعمال المؤسسة، وفيما إذا كانت هذه المبالغ عند استعمالها ستحقق معدل عائد أقل أو أكبر من المعدل المدفوع للحصول عليها، أي أن تكلفة الأموال هي الحد الأدنى للعائد المطلوب من الاستثمارات الرأسمالية المقترحة، وذلك لضمان أن الاستثمارات تكون مجدية وتساهم في تحقيق الهدف الأساسي للمؤسسة، إلا وهو تحقيق الربح وزيادة قيمة المساهمين¹.

المبحث الثاني: محددات القرار التمويلي

تحظى عملية اختيار هيكل التمويل داخل المؤسسات بأهمية كبيرة، حيث تشكل هذه القرارات جزءاً حيوياً من استراتيجيتها المالية وأهدافها سواء القصيرة أو طويلة المدى، فمن الضروري على المؤسسات اتخاذ قرار تمويلي سليم وذلك عن طريق المفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة واختيار أنسبها، لذلك تأخذ المؤسسة العديد من الاعتبارات التي إذا تغيرت تغير هيكلها التمويلي، لذا فإن متخذ القرار يجب أي يلم بجميع هذه الاعتبارات.

المطلب الأول: العوامل الكمية المحددة للقرار التمويلي

هناك عدد من العوامل ذات الطابع الكمي والتي يمكن أن تؤثر في إدارة المؤسسة لتحديد هيكلها المالي، نذكر منها ما يلي:

أولاً: السيولة

تظهر السيولة كمحدد حيوي لاستدامة الأعمال والنجاح المالي، وتعتبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل سواء المتوقعة وغير المتوقعة وذلك من خلال الأموال المتدفقة والنتيجة عن مبيعاتها وتحصيل ذممها (ديونها) بالدرجة الأولى، ومن خلال الحصول على النقد بالدرجة الثانية من مصادر أخرى مثل: تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز بسهولة خلال فترة زمنية قصيرة دون تكبد أي خسائر، إن السيولة ذات تأثير مزدوج على هيكل رأس المال حيث يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة، فتكون العلاقة موجبة إذا كانت المؤسسات تتمتع بسيولة عالية، وبالتالي لها القدرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل مما يعزز هيكل رأس المال، الأمر الذي يسهل عليها الاقتراض وقتما تشاء من البنوك والمؤسسات المالية إذا ما أرادت ذلك، والعكس إذا كانت المؤسسات لا تتمتع بسيولة عالية، لا تستطيع الاقتراض وذلك راجع لعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها من جهة، ومن جهة أخرى صعوبة الحصول على الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية لتخوفهم منها².

¹ جليل كاظم مدلول العارضي، المرجع السابق، ص 352.

² محمد غياث شيجة، التمويل - المبادئ، السياسات، التوجيهات الحديثة -، دار مؤسسة رسلان، دون بلد، 2021، ص 152.

ثانياً: الدخل

باستطاعة المؤسسات التجارية تحسين العائد الذي تحققه على أموال أصحابها عن طريق الاقتراض بتكلفة أقل من العائد المحقق على الموجودات، وفي هذه الحالة المميزات التي يحققها التمويل عن طريق الاقتراض الثابت التكلفة هو تحسين العائد على حقوق أصحاب المؤسسة حيث أن التمويل عبر الاقتراض يمكن المؤسسة من تحقيق أرباح إضافية بشكل أفضل مما لو كانت عمليات المؤسسة ممولة جميعها من قبل أصحابها أي دون لجوئها إلى الاقتراض، ومع ذلك يجب على المؤسسة أن تتخذ تدابير الحيطة لإدارة الأوضاع بعناية، خاصة فيما يتعلق بإدارة المخاطر، حيث يعتمد النجاح على قدرة المؤسسة على تحمل التكاليف المرتبطة بالديون وضمان استيعابها بفعالية دون التأثير السلبي على الوضع المالي، أما في حالة العكس إذ كانت تكلفة الاقتراض أعلى من العائد على الموجودات فإن نتائج الرفع المالي ستكون عكسية، حيث سينخفض العائد على حقوق أصحاب المؤسسة وهذا يدفع بالمؤسسة إلى التوقف عن الاقتراض والاعتماد على مصادر تمويل أخرى غير الاقتراض¹.

ثالثاً: الخطر

يعرف الخطر على أنه الاحتمال الذي يؤدي إلى حدوث خسارة أو تأثير سلبي على أهداف المؤسسة، ويمكن النظر إلى الخطر من خلال موقفين، الموقف الأول الخطر المتعلق بإدارة المؤسسة والخطر الخاص بموقف المؤسسة التمويلية، وهنا سنحاول طرح هذين الموقفين:²

1. موقف إدارة المؤسسة تجاه الخطر: هناك العديد من الدراسات التي تم التطرق فيها إلى العلاقة بين الخطر ومردود الأفراد، وتم التوصل فيها إلى أن الأفراد يمكن اعتبارهم من المتجنبين للخطر أي لديهم خوف من المخاطر؛ لكن هناك اختلاف درجات تجنب الخطر من شخص إلى آخر، إن اختلاف درجة تجنب الخطر تؤثر في تحديد سياسات التمويل داخل المؤسسة. فإذا كانت إدارة المؤسسة لديها درجة عالية من تجنب الخطر، فإنها تتوجه إلى التمويل بالديون في حدود ضيقة. أما إذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات قليلة، فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالديون ضمن حدود كبيرة مما يتيح لها فرصة توسيع الأعمال وزيادة العائد على الاستثمار، كما أن المخاطر تؤثر على السياسات الاستثمارية وذلك أن إدارة المؤسسة التي تفضل تجنب المخاطر قد تكون أكثر تحفظاً في اتخاذ قرارات استثمارية كبيرة، وقد تبحث على الاستثمار في مشاريع ذات تكاليف منخفضة وعوائد ثابتة، وفي حالة المؤسسة التي تقبل مستوى أعلى من المخاطر، قد تكون على استعداد للاستثمار في مشاريع ذات عائد أعلى، حتى وإن كانت تصحبها مستويات أكبر من اليقين.

2. موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر: يتمثل موقف المؤسسات التمويلية تجاه تعاضم الخطر التمويلي للمؤسسة وذلك في قيامها بتحليل عميق للمخاطر المالية والائتمانية التي قد تواجهها المؤسسة

¹ مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، المرجع السابق، ص 208.

² محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، ط2، مكتبة العبيكات، الرياض، 2004، ص 621.

المقترضة، ويشمل هذا التحليل دراسة الائتمان السابق للمؤسسة وأدائها المالي الحالي، وبناء على هذا التحليل يتم تحديد نسبة المديونية المثلى للمؤسسة ومدى الارتفاع في تكاليف التمويل، إذ كانت المؤسسة في ذات ترتيب ائتماني جيد، وبالتالي مقدرتها على الاقتراض كلما احتاجت المؤسسة إلى تمويل جديد، بينما يمكن أن يؤدي تصنيف السيء إلى تمويل أقل مرونة، وبالتالي فإن موضوعي هيكل تمويل المؤسسة ومزيج التمويل المناسب يتصدران المناقشات والمفاوضات بين المؤسسة والبنوك أو مؤسسات التمويل. وغالبا ما تتصاع المؤسسة لتوصيات الجهات المقرضة في هذا الخصوص لتعزيز مقدرتها على الاقتراض بشروط ميسرة.

رابعاً: معدل النمو

إن المؤسسة الفردية أو المساهمة المحدودة، والتي تعتمد بشكل أساسي على أموال الملكية كمصدر أولي في تمويل استثماراتها، عادة ما يكون الملاذ الأخير لها الاقتراض لتمويل استثماراتها، والتي لا يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفتها، وإن الجمع بين أموال الملكية والاقتراض من شأنه أن يرفع من تكلفة التمويل؛ وهذه التكلفة ترتفع بمعدلات أكبر في المؤسسات التي تتسم بالنمو، نظراً لتعدد الفرص المتاحة من الاستثمارات أمام هذه المؤسسات الكبيرة، ويظهر إشكال آخر في هذه المؤسسات ألا وهو تكلفة الوكالة والتي تعني ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة بسبب وجود تنازع المصالح بين الملاك والمديرين أو أي جهة أخرى مسؤولة عن إدارة المؤسسة، فقد يفضل الملاك في بعض الحالات إلى الاعتماد على مواردهم الذاتية لتمويل أنشطتهم واستثماراتهم، حيث يكون لديهم سيطرة كاملة في مواردهم¹.

خامساً: الربحية

تعتبر الربحية هي الهدف الأسمى لجميع المؤسسات، وأمر ضروري لبقائهم واستمرار نموهم، وغاية يتطلع إليها المستثمرون، ويتحقق هذا الهدف من خلال قرارين مهمين، هما: قرار الاستثمار، وقرار التمويل. حيث يعتبر قرار التمويل هو القرار المتعلق بكيفية اختيار مصادر الأموال التي تساعد المؤسسة في تأمين الأموال الضرورية من أجل تمويل الاستثمار في موجوداتها، بشكل يمكن أصحاب المشروع من الحصول على أكبر عائد ممكن، وذلك من خلال الاستفادة من ميزة التوسع في الاقتراض الثابت (التكلفة)، ولكن دون تعرضهم للأخطار التي يمكن أن تنتج عن المبالغة في الاقتراض مثل: عدم القدرة على سداد الالتزامات. ووفق افتراض تسلسل مصادر التمويل داخل المؤسسة فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل، ثم يتبعها القروض، وثم إصدار أسهم جديدة كملاذ أخير، وبناء عليه يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسة

¹ محمد غياث شبيحة، المرجع السابق، ص 154.

التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها، وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد على الأموال المقترضة، ودرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة¹.

سادسا: حجم المؤسسة

يختلف الحصول على القروض من طرف المؤسسات حسب حجم المؤسسة، فحيث يمكن للمؤسسات الكبيرة الحصول على قروض بسهولة ويسر وبتكلفة أقل بسبب امتلاكها قاعدة مالية قوية وتاريخ ائتماني جيد، ويمكن للمؤسسات الكبيرة استخدام حجمها واستقرارها المالي للتفاوض على شروط التمويل، وعادة المؤسسات الكبيرة لا تلجأ إلى إصدار أسهم عادية إلا نادرا، وذلك لتفضيلها الحفاظ على السيطرة على إدارتها، ولذلك لا يكون لديها حاجة ماسة للاعتماد على تمويل يتضمن فقدان السيطرة، أما المؤسسات الصغيرة فتجد صعوبة في الاقتراض مقارنة مع المؤسسات كبيرة الحجم، وإذا تمكنت من ذلك فقد يكون تحت شروط صارمة تشمل أسعار فائدة مرتفعة وضمائن مالية. وفي الكثير من الأوقات قد تضطر المؤسسات الصغيرة إلى النظر إلى خيارات تمويل بديلة مثل إصدار أسهم عادية إضافية أو استخدام الأرباح المحتجزة في التمويل وهي مصادر مرتفعة التكلفة مقارنة بالديون. كما أن إصدار الأسهم قد يفقدها السيطرة على إدارة المؤسسة بسبب دخول ملاك جدد في مجلس إدارة المؤسسة وبالتالي تداخل مصالح الملاك الجدد مع توجهات المؤسسة².

سابعا: الوفر الضريبي

الوفر الضريبي يمكن تقسيمه إلى:³

1. **الوفرات الضريبية المتأتية من المصاريف المالية:** بما أن هناك علاقة طردية بين معدل الضريبة وحجم الوفرات الضريبية، وفي ظل محدودية البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة، فمن المتوقع أن تتوجه المؤسسات للاقتراض بمعدلات مرتفعة وخاصة تلك التي تخضع للضريبة على الدخل بسبب ارتفاع الوفرات الضريبية المتولدة عنها. ولقد اكدت دراسة ميلر سنة 1977 تأثير الضريبة على قرار اختيار الهيكل المالي، إلا أن معدلات الضرائب على دخل الأفراد ودخل المؤسسات تؤثر على تفضيلات المستثمرين بشأن المصادر التمويلية، وهذا يعني أن المؤسسات قد تضع في اعتبارها هيكل تمويل يحقق أقصى استفادة من الوفرات الضريبية المتاحة.

¹ محمد غياث شيجة، المرجع السابق، ص153.

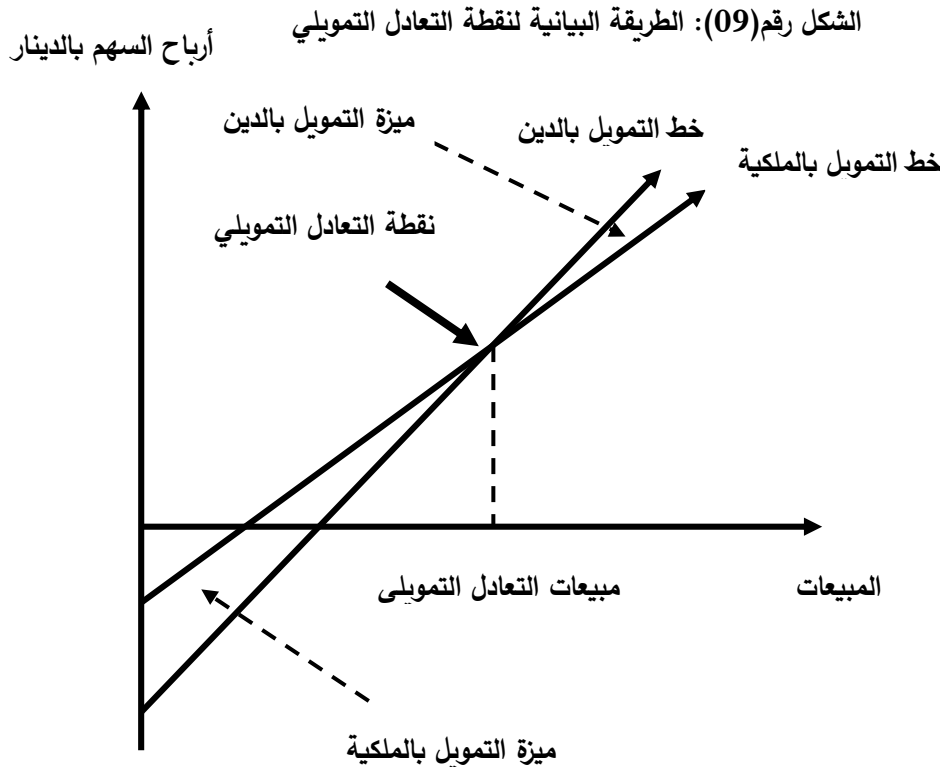
² عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، ط5، مطابع السروات، جدة، السعودية، 2017، ص444.

³ دلفوف سفيان، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية-حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي-، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد14، العدد19، 2018، ص196.

2. **الوفرات الضريبية البديلة:** هناك فرص بديلة لتحقيق وفرات ضريبية من مصادر أخرى غير فوائد القروض كأقساط الإهلاك والإعفاءات الضريبية؛ وتمثل أقساط الإهلاك نفقات تتعلق بتآكل قيمة الأصول على مدى فترة زمنية طويلة وهذا يساهم في تقليل الدخل الخاضع للضريبة، أي تيم خصمها من الدخل الإجمالي للمؤسسة، أما فيما يتعلق بالإعفاءات الضريبية والتي يتم الحصول عليها نتيجة لتنفيذ استثمارات توسعية جديدة، فإن نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة سينخفض. وعليه يتوقع أن زيادة المصاريف غير المالية ستؤثر عكسياً على نسبة القروض في الهيكل المالي للمؤسسة.

ثامنا: نقطة التعادل التمويلي

تعرف نقطة التعادل التمويلي بأنها مستوى المبيعات الذي يؤدي إلى نفس العائد على السهم بغض النظر عن طريقة التمويل المعتمدة، فإذا كانت مستوى المبيعات أقل من نقطة التعادل يفضل التمويل بأموال الملكية هو الخيار الأفضل، لأنه يحقق عائد على السهم عال، ففي هذه الحالة تستفيد المؤسسة من تحقيق أرباح للسهم دون دفع فوائد على الديون، أما إذا كانت مستوى المبيعات أعلى من نقطة التعادل، فيفضل التمويل بواسطة الديون لرفع قيمة الاستثمارات وزيادة الأرباح بنسب أعلى من السهم¹. ويمكن توضيح ذلك بالشكل التالي:



المصدر: مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة، الجزائر، 2019، ص 211.

¹ مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، المرجع السابق، ص 210-211.

المطلب الثاني: العوامل الكيفية المحددة للقرار التمويلي

هناك عدة عوامل كيفية محددة للقرار التمويلي نذكر منها ما يلي:

أولاً: الملاءمة

الملاءمة تعني استخدام مصادر التمويل المناسبة لنوعية الأصول المختلفة في المؤسسة، كأصول الثابتة (مثل المباني والمعدات) والتي تستخدم لفترة طويلة والتي يجب أن تمولها القروض طويلة الأجل وأموال الملكية، والأصول المتداولة (مثل المخزونات والحسابات المدينة) والتي تدور بسرعة في دورة الأعمال؛ والتي يجب تمويلها عن طريق الديون قصيرة الأجل، ويرجع ذلك لأن الأصول الثابتة تستمر لفترة طويلة والتدفقات التي تنتج عنها يمكن أن تستخدم على مر الزمن في استرداد الأموال المستثمرة فيها؛ فمن غير الحكمة أن تمول من مصادر تمويل قصيرة الأجل تسترد بمعدل أسرع من معدل الحصول على التدفقات النقدية. وإذا تم تمويل الأصول المتداولة من قروض طويلة الأجل فإنه مع انتهاء دورة الأعمال تصبح لدى المؤسسة نقدية فائضة وتنخفض مستويات المخزون والذمم المدينة وتستمر المؤسسة في دفع الفوائد على القروض طويلة الأجل التي مولت بها الأصول المتداولة دون استخدامها. وقد يرى البعض أنه يمكن استخدام النقدية لسداد القروض ولكن قد لا تستطيع المؤسسة الحصول على قروض طويلة الأجل من دورة الأعمال القادمة إذا قامت بسداد القروض حالياً¹.

ثانياً: اتجاهات رجال الإدارة

إن اتجاهات رجال الإدارة لها تأثير مباشر على اختيار وسائل التمويل، فهي مرتبطة بأحد الأمرين: الأول؛ التحكم والسيطرة على إدارة المؤسسة، فالمؤسسات الضخمة التي تنشئت فيها ملكية الأسهم العادية وتوزع على عدد كبير جداً من المساهمين ففي حالة الحاجة للأموال الإضافية سيقوم عادة بإصدار أسهم عادية حيث أن ذلك سيترتب عليه تأثير ضئيل على السيطرة الحالية على إدارة المؤسسة، والأمر الثاني هو الخطر؛ إذ أن رجال الإدارة الذين يسهرون على مصالح فلاك المؤسسة يحاولون عادة تجنب الملاك خطر استخدام قروض زائدة عن الحاجة وما يترتب على ذلك خطر التوقف عن دفع التزاماتها الثابتة، أما المؤسسات الصغيرة، فمن ناحية التحكم والسيطرة ملاك المؤسسات الصغيرة يفضلون تجنب إصدار الأسهم العادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكلية على إدارة المؤسسة. وبالإضافة إلى ذلك فإنهم يتوقعون مكاسب كبيرة من استخدام الرفع المالي، ولهذه الأسباب فإنهم دائماً على استعداد لزيادة معدلات الاقتراض ولكن، لا يمكن لهذه القاعدة أن تطبق على جميع ملاك المؤسسات الصغيرة، فقد يكون مالك المؤسسة أكثر تحفظاً من إدارة المؤسسات الكبيرة، وبالتالي لا يكون مستعداً لقبول درجة أكبر من الخطر بقبول قروض إضافية، حيث أنه

¹ عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، المرجع السابق، ص 445-446.

قد يقتنع بما يملكه من أموال داخل المؤسسة وليس لديه دافع قوي لزيادة حجم أرباحه عما يحصل عليه حالياً¹.

ثالثاً: المرونة التمويلية

المرونة التمويلية تمثل قدرة المؤسسة على التكيف مع التحديات المالية وتغيير أو تعديل هيكلها المالي بسرعة وفقاً للظروف المتغيرة، يعتبر هذا الجانب هاما لأن التغيرات في البيئة الاقتصادية والتي تعتبر من الظروف الخارجة التي تؤثر على المؤسسة أو من الظروف الداخلية قد تستدعي تحولا في هيكل التمويل، وتعتمد درجة المرونة التي تتميز بها المؤسسة على عدد من العوامل تتعلق بالتكاليف الثابتة والشروط المنصوص عليها في اتفاقيات القروض وشروط الوفاء بالدين والطاقة الاستيعابية للمؤسسة على الاقتراض. ولن تستطيع المؤسسة تحقيق المرونة إلا بتكاليف إضافية، فقبل قيام المؤسسة بتغيير هيكلها المالي يجب عليها مقارنة المنافع التي ستحصل عليها مع التكاليف الإضافية المترتبة عن تغيير الهيكل فإذا كانت المنافع أكبر من التكاليف تقوم بهذا التغيير؛ فعلى سبيل المثال إذا سعت مؤسسة ما إلى إعادة جدولة الديون تأجيل دفع الديون فعليها رفع معدل الفائدة للدائنين، وفي هذه الحالة علينا مقارنة المنافع التي تعود عليها نتيجة إعادة جدولة الديون مع الفوائد الإضافية التي ستدفعها، كذلك الحال بالنسبة إلى إمكانية الحصول على قروض ميسرة².

رابعاً: هيكل الأصول

هيكل الأصول يلعب دوراً مهماً في تحديد استراتيجية تمويل المؤسسات، حيث أن المؤسسات التي تملك أصولاً قابلة للرهن تميل لاستخدام الدين بشكل أوسع وذلك راجع إلى إمكانية استخدامها كضمان للحصول على الديون، حيث يمكن للمقترضين الاعتماد على قيمة هذه الأصول في الحصول على قروض بمعدلات فائدة أفضل، تمثل الأصول ذات الأغراض العامة والتي يمكن استخدامها من قبل مختلف المؤسسات ضمانات جيدة على عكس الأصول ذات الاستخدامات الخاصة، لذلك يمكن للمؤسسات العقارية الاعتماد على الدين بشكل أكبر من مؤسسات التكنولوجيا وذلك راجع إلى أن المؤسسات العقارية يمكن أن تحول عقاراتها إلى قيمة نقدية في حالة الحاجة عكس مؤسسات التكنولوجيا³.

¹ عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية - دراسة الجدوى، مصادر التمويل، التخطيط المالي، التحليل المالي، الأسهم والسندات المالية، تحليل الربحية الإسلامية-، المكب العربي الحديث، إسكندرية، مصر، 2007، ص ص 414-415.

² عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، المرجع السابق، ص 445.

³ أجين برغام، ترجمة: محمود فتوح، عمر عبد الكريم، الإدارة المالية-أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات، القرارات التمويلية الإستراتيجية-، ج 2، ط 1، شعاع، حلب، سوريا، 2010، ص 536.

المطلب الثالث: محددات أخرى للقرار التمويلي

بالإضافة إلى العوامل السالفة الذكر المحددة للقرار التمويلي، هناك عوامل أخرى نذكر منها مايلي:

أولاً: طبيعة الصناعة

يمكن أن يكون للمؤسسات التي تنشط في نفس الصناعة مستويات استدانة متماثلة، إلا أنها تتباين باختلاف نوع القطاع، أي أن نسب القروض في الهيكل المالي تختلف حسب درجة نمو المؤسسات مقارنة بنمو الاقتصاد؛ وذلك أن المؤسسة التي تتميز بنمو مضطرب يفوق معدل الاقتصاد يكون رقم أعمالها نامياً مع انخفاض المخاطر المالية والتشغيلية، وهذا يزيد من نسبة الرفع المالي¹.

ثانياً: معدل نمو المبيعات

يعتبر معدل نمو المبيعات في المستقبل مقياساً لمدى التضاعف المحتمل في إيرادات السهم الناتج عن الرفع. فمثلاً: إذا كان معدل نمو المبيعات والإيرادات يتراوح بين 8% و20% في العام الواحد، فإن التمويل بالقروض يؤدي إلى تحقيق أرباح أكبر على حصص المساهمين، حيث يتم تحقيق نمو مضاعف في الأرباح مقارنة بالتمويل الذي لا يعتمد على الدين، وبالتالي فإن أسعار بيع الأسهم العادية تكون عادة مرتفعة في حالة هذه المؤسسات، ويكون هناك إقبال على شراء مثل هذه الأسهم التي تحقق أرباح عالية ولهذا يبدو التمويل بالأسهم العادية مفضلاً في مثل هذه الحالة. والواقع أنه يقع على عاتق المؤسسة في هذه الحالة الموازنة بين المكاسب الناتجة عن استخدام الرفع المالي وبين المزايا التي تعود عليها من زيادة حجم الملكية².

ثالثاً: ظروف السوق

تشير ظروف السوق إلى التقلبات التي تحدث في أسواق المال، بما في ذلك سوقي الأسهم والسندات والتي تعيش تقلبات قصيرة وطويلة الأجل وهذا ما يؤثر على القرارات التي يتخذها المديرون الماليون داخل المؤسسة المتعلقة بهيكل رأسمالها. فعلى سبيل المثال عندما توقفت سوق السندات الرخيصة عن العمل خلال أزمة الائتمان التي شهدتها الولايات المتحدة قبل عدة سنوات، وغدا إصدار سندات دين يقل تصنيفها الائتماني عن (BBB)³ عند سعر فائدة معقول أمراً غير ممكن، لذلك اضطرت المؤسسات ذات التصنيف الائتماني المتدني والتي تحتاج إلى رأس المال إلى البحث عن بدائل، مثل الانتقال لسوق الأسهم أو سوق السندات قصيرة الأجل، متجاهلة بعض الجوانب المتعلقة بالهياكل المستهدفة لرؤوس أموالها. ثم عند تجاوز

¹ دلفوف سفيان، المرجع السابق، ص 197.

² محمد صالح الحناوي، وآخرون، الإدارة المالية - التحليل المالي للمشروعات الجديدة-، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 309.

³ يطلق BBB على الجدارة إئتمانية متوسطة.

الأزمة وبعد أن أصبحت الظروف مواتية قامت هذه المؤسسات بتحقيق التوازن عن طريق إصدار سندات دين للعودة بهيكل رأسمالها إلى تركيبها المستهدفة¹.

رابعاً: درجة استقرار المبيعات

هنالك ارتباط مباشر بين درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض. فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات والإيرادات، وبالتالي يمكن للمؤسسة التنبؤ بإيراداتها بشكل أفضل، وبالتالي تستطيع المؤسسة دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر وبالتالي يمكنها أن تقترض بأرباحية أكثر، أما في الحالة ما إذا كانت المبيعات والإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة تجد المؤسسة صعوبة في دفع هذه الالتزامات التي لديها².

خامساً: طبيعة المؤسسة القانونية

تختلف الطبيعة القانونية للمؤسسات وفقاً للهيكل القانوني الذي تتبعه، فقد تكون مؤسسة خاصة أو مؤسسة عمومية، كما قد تكون ضمن مؤسسات الأموال (مؤسسة المساهمة، مؤسسة التوصية بالسهم مثلاً)، أو ضمن مؤسسات الأشخاص (مؤسسة التضامن، مؤسسة المسؤولية المحدودة)، وفي كل هيكل قانوني هناك مصادر تمويل متناسبة مع الأسس القانونية له، فعلاً سبيل المثال: يمكن للمؤسسة العمومية إصدار أوراق الاكتتاب العام للجمهور بأنواعها المختلفة، ويمكن لمؤسسة المساهمة أن تفتح رأسمالها للمساهمة عن طريق إصدار أسهم دون تحديد عدد معين للمساهمين...³.

سادساً: المنافسة

إن مقدرة المؤسسة على خدمة الديون تتوقف على ربحية المؤسسة وعلى حجم المبيعات، وعلى هذا الأساس فإن استقرار هوامش الربح له نفس أهمية استقرار المبيعات، وتتغير هوامش ربح المؤسسة عند دخول مؤسسات أخرى منافسة في الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة، وكذلك مقدرة هذه المؤسسات على التوسع في السوق وتحقيق هوامش أرباح، فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع أن تكون هوامش ربحها كبيرة، ولكن من ناحية أخرى، تضيق هوامش الربح هذه إذا كانت هذه الصناعة تدرج في مجموعة الصناعات التي يسهل على المؤسسات الجديدة أن تنضم إليها و تشارك في سوقها، وأن هذا يؤدي إلى ظهور منافسة شديدة قد تؤدي بالمؤسسات إلى تقديم خدمات ومنتجات وبأسعار تنافسية، أو القيام باستثمارات جديدة وتعمل على هذا من أجل البقاء في المنافسة، وهذا يجعلها في حاجة إلى التمويل وهذا ما يؤدي إلى تغيير الهيكل التمويلي داخل المؤسسة⁴.

¹ أجين برغام، ترجمة: محمود فتوح، عمر عبد الكريم، المرجع السابق، ص 538.

² محمد صالح الحناوي، وآخرون، الإدارة المالية - التحليل المالي للمشروعات الجديدة -، المرجع السابق، ص 310.

³ إلياس بن ساسي، يوسف القريشي، المرجع السابق، ص 304.

⁴ محمد صالح الحناوي، وآخرون، الإدارة المالية - التحليل المالي للمشروعات الجديدة -، المرجع السابق، ص 310.

سابعا: التضخم

يؤثر التضخم على طبيعة التوليفة التمويلية التي تتبناها إدارة المؤسسة، فارتفاع معدل التضخم من شأنه أن يؤثر على أسعار الفائدة وتكلفة القروض والرسوم الضريبية، ويخفض من القيمة الحقيقية للوفر الضريبي مما سيرفع من نسبة القروض في الهيكل المالي، وهذا راجع لتناقص القيمة الحقيقية لتكلفة التمويل بالقروض¹.

المبحث الثالث: ضعف سيولة السوق المالي كدافع للتمويل من السوق النقدي

يقدم السوق النقدي دورا بارزة للاقتصاد وذلك من خلال دعمه للمشاريع الاقتصادية من خلال تقديم التمويلات التي تحتاجها، وذلك من خلال تبادل السيولة البنكية من أصحاب الفوائض وتوجيهها إلى القطاعات والمؤسسات التي تحتاج إلى تمويل، وهذا يعزز النشاط الاقتصادي ويساهم في تحقيق التوازن الاقتصادي.

المطلب الأول: تطور وتعريف السوق النقدي

سنحاول في هذا المطلب عرض تطور السوق المالي وتعريفاته

أولا: تطور السوق النقدي

سنحاول في هذه الفقرة عرض تصور يبين المراحل التي نشأت وتطورت من خلالها الأسواق النقدية كما يلي:²

- **المرحلة الأولى:** تمثلت هذه المرحلة في بدايات نشأة الأسواق النقدية حيث كان هناك عدد محدود من البنوك الخاصة وارتباطها بتحقيق ارتفاع نسبي في الادخار، أدى ذلك إلى تحفيز الاستثمار في مؤسسات تجارية وعقارية، مما جعل البنوك تصبح هدف للاقتراض لتمويل الاستثمارات.
- **المرحلة الثانية:** وهي المرحلة التي كان لها ارتباط بالتطور الذي حققته المرحلة الأولى، والمتمثل في ظهور توسع في عدد البنوك مما أدى إلى ظهور الحاجة إلى تنظيم عملها، مما دفع إلى ظهور السلطات النقدية المركزية (البنك المركزي)، من أجل العمل على تنظيم عمل البنوك التجارية والسيطرة عليها في حدود ما يتاح لها من أعمال ونشاطات، في ضوء السياسات التي تحكم عملها، والتي وضعها البنك المركزي.
- **المرحلة الثالثة:** أدى تطور النشاطات الاقتصادية، إلى ظهور البنوك المتخصصة التي توفر التمويل للمدى القصير، المتوسط والطويل الأجل، وتزامن مع ذلك تطور الأسواق المالية والنقدية وظهور وسائل وأدوات متنوعة مثل الأوراق المالية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وغيرها، الشيء الذي شكل بداية ارتباط السوق النقدية بالسوق المالية.

¹ دلفوف سفيان، المرجع السابق، ص 197.

² محمد الأمين خنيوة، فعالية إدارة التدفقات النقدية من خلال أدوات السوق النقدي، رسالة لنيل شهادة ماجستير في إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2008، ص 87-88.

- **المرحلة الرابعة:** وهي المرحلة التي تضمنت تطوراً كبيراً في الأسواق النقدية والمالية، وظهور اندماج وتكامل أعمق بينهما، بدرجة كبيرة بحيث أصبحت هذه الأسواق وكأنها سوق واحدة يصعب التمييز والتفريق بينهما.

ثانياً: تعريف السوق النقدي

هناك تعريف عديدة للسوق النقدي سنحاول عرض جزء منها:

- تعرفه هيئة السوق المالية للمملكة العربية السعودية: بالسوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل، ويتولى الجهاز المصرفي في الغالب القيام بهذه العمليات¹.
- أسواق النقد هي تلك الأسواق التي تشمل العديد من الأسواق والأدوات التي تشترك في خاصية توفير التمويل قصير الأجل، مع استحقاق المعاملات لمدة تصل إلى سنة واحدة².
- أسواق النقد هي أسواق يكون فيها مدة الاقتراض قصيرة لأنها تهدف إلى استثمار الأموال المتاحة لمدة مؤقتة، كما يكون اقتراض هذه الأموال بهدف تمويل احتياجات مالية مؤقتة أيضاً، وبعبارة أخرى فإن السوق النقدي يمثل نقطة التقاء الاستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل³.
- السوق النقدية تمثل تجمعاً للمؤسسات النقدية والمالية التي تتشارك في التعامل بالنقد، فالسوق هي مركز التعامل في الأصول النقدية التي تكون أغلبها قصيرة الأجل، ودراستها تعني تحليل لحركات هذه الأصول بين حائزي النقود وعارضيهما والطلبين لها، من خلال المؤسسات المالية والنقدية الوسيطة⁴.
- يمكن القول أن السوق النقدي هو مجموعة من الأسواق المتخصصة في التعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل سهلة التحول إلى سيولة في أقل من سنة، ويعتبر السماسرة والبنوك التجارية والمؤسسات المالية وكذلك الجهات الحكومية هي مقومات السوق النقدي.

ثالثاً: خصائص السوق النقدي

يتميز السوق النقدي بعدة خصائص نوجزها فيما يلي⁵:

- السوق النقدي يختلف عن الأسواق التي تتعامل بالأدوات المالية الطويلة الأجل، فالسوق النقدي ليس له مكان رسمي لتحويل النقود بين المقرضين والمقترضين؛

¹ هيئة السوق المالية السعودية، دليل المصطلحات الاستثمارية، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص3.

² Stefn C , and other, **Money markets, Central bank balance sheet and regulation**, Working Paper Series, N 2483, 2020, p9.

³ حيدر حسين آل طعمة، **الأسواق المالية- النشأة، المفهوم، الأدوات-**، مطبعة جامعة كربلاء، مركز الدراسات الاستراتيجية، 2014، ص ص 12-13.

⁴ مجدي محمود شهاب، **المرجع السابق**، ص175.

⁵ شقيري نوري موسى، وآخرين، **المؤسسات المالية المحلية والدولية**، ط2، دار المسيرة، 2011، ص ص 28-29.

- يصنف السوق النقدي على أنه سوق جملة حيث يتم التعامل بين تجار ومؤسسات بمستويات كبيرة من الأموال ويكون الصفقات بالملايين للصفقة الواحدة؛
- أما بالنسبة لتكلفة العمليات فعادة ما تكون التعاملات في السوق النقدي ذات تكاليف منخفضة، حيث يتم تحويل مبالغ بكميات كبيرة بسرعة فائقة وبتكاليف قليلة للعملية الواحدة. ويتميز أيضا بسرعة التداول حيث يعتمد بشكل كبير على أنظمة الاتصالات المعاصرة بين المقرض والمقترض. اللذان يتقابلان من خلال بعض أجهزة الاتصال الالكترونية كالتليفون والكمبيوتر.
- يتمتع السوق النقدي بخاصية الثقة والتعامل الشخصي، حيث يتم التعامل في السوق بدرجة عالية من الثقة بين المتعاملين، خاصة وأن التعامل يتم دائما بسرعة فائقة، مما لا يجعل هناك فرصة للاحتفاظ بسجلات وقيود بصورة دائمة. وعليه ولما كان التعامل في هذا السوق يتم على أساس شخصي، فهناك مجال للشك في تفسير بعض المعاني في بعض الحالات. إلا أن كافة المعاملات يجب أن تحترم حتى لو تسببت في بعض الصعوبات للمستقبل، بشكل عام تساهم خاصية الثقة والتعامل الشخصي في تحقيق بيئة تعامل فعالة وسريعة في سوق النقد.
- في السوق النقدي تكون هناك مرونة في التعامل وإدارة المخاطر، حيث يفترض التعامل في السوق أن الأخطاء التي تحدث هي أخطاء غير مقصودة، وبالتالي يتم معالجتها بسرعة بين الأطراف. فإذا صدر تصرف غير لائق من أحد المؤسسات، هذا لا يعني عدم الثقة بين الآخرين في السوق. بل يعني فرصة للتفكير في تحسين نمط وطرق التعامل في السوق لضمان أن السوق يعمل بأمانة وشرف.

المطلب الثاني: مؤسسات السوق النقدي

تتفاعل في السوق النقدي العديد من المؤسسات والأفراد مثل البنوك التجارية، مؤسسات الأعمال، البنك المركزي، سماسرة الأوراق المالية، والمستثمرين من الأفراد، وغيرها إلا أن الذي يلعب دورا أساسيا في عمليات السوق النقدي هو البنوك التجارية. ومن هنا سنحاول شرح أهم المؤسسات العاملة في السوق النقدي:

أولاً: البنوك التجارية

البنوك التجارية هي مؤسسات ائتمانية غير متخصصة تقدم خدمات للأفراد والمؤسسات، وتعمل أساسا على تلقي وتخزين ودائع الأفراد القابلة للسحب لدى الطلب أو بعد أجل قصير والتعامل بصفة أساسية في الائتمان قصير الأجل. ويطلق على هذه البنوك اسم "بنوك الودائع". حيث لا تعتبر البنوك بنوكا تجارية مالم تعمل على قبول الودائع القابلة للسحب لدى الطلب من المؤسسات الائتمانية، ويمكن أن نحصر نشاطها الأساسي في مزاوله عمليات الائتمان في الأجل الطويل كبنوك الادخار وبنوك الرهن العقاري وما إلى ذلك¹، من المعروف أن البنوك التجارية كأى مشروع تجاري تهدف أساسا إلى تعظيم ربحيتها في إطار تقليل

¹ أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار للجامعية الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2005، ص ص 145-

المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها من خلال فترة زمنية محددة إلى أدنى حد ممكن، إلا أن هدف تعظيم ربحيتها لا يمكن أن يتحقق ولا سيما أن البنوك التجارية ليست وحدات إنتاجية، ويمكن أن يتحقق لو تمكنت هذه البنوك من التوفيق بين مبدئين متعارضين هما الربحية والسيولة.

1. **هدف الربحية:** يقوم مبدأ الربحية على تعظيم أرباح البنك، فأرباحها ما هي إلا الفرق بين إيرادات ونفقات البنك، وتعظيم الأرباح يتحقق إما بزيادة الإيرادات أو تخفيض النفقات إلى حد أدنى، بالنسبة لزيادة الإيرادات فيقوم البنك بزيادة حجم معاملاته وزيادة نشاطه المصرفي وتنويع حافظة الأوراق المالية وتوسيع أوجه الاستثمارات التي تساهم في تمويلها أو التي تشترك فيها، فضلا عن زيادة الأوعية الادخارية المغرية التي يقوم بإصدارها، بحيث تكون هذه الأوعية قادرة على استقطاب مدخرات الأفراد والهيئات والمشروعات وقد ترتبط زيادة إيرادات البنك بزيادة تقديمه خدمات إضافية للعملاء مثل: قيام البنك بتسديد التزاماتهم أو في شراء أوراقهم المالية إلى غير ذلك. وقد تزداد هذه الإيرادات أيضا بزيادة الحوافز الإغرائية التي يقدمها البنك لعملائه الوفيين في صورة سحب دوري على أرقام حساباتهم. ومنح الأرقام الفائزة جوائز مالية أو رحلات سياحية؛ مما يجذب العملاء إلى التعامل مع بنك دون غيره من البنوك المنافسة. إلا أنه لا يجب تجاهل البنوك لحسن الخدمة المصرفية وانتظام سير العمل وسرعة انجاز المعاملات داخل البنك فهذا العامل لا يقل أهمية عن العوامل السابقة وربما لهذا السبب يمكننا أن نلاحظ تحول العملاء من التعامل مع بنوك القطاع العام إلى بنوك القطاع الخاص حيث أن الخدمة المصرفية في القطاع الخاص تتصف بالسرعة في الأداء وحسن المعاملة بالقدر الذي يجعل العميل الذي يحرص على وقته أن يتعامل معها¹.

إلا أن الاندفاع نحو تحقيق أعلى معدلات للربحية دون الأخذ بعين الاعتبار المخاطر التي قد تترتب عليها أزمات السيولة والتي قد تهدد مساره ومركزه المالي لأي بنك وبالتالي فقدان ثقة العملاء به، ويعد هذا الخطر من أشد أنواع المخاطر التي يمكن أن تهدد الجهاز المصرفي ككل، ومن هنا ظهرت أهمية إعادة تنظيم استخدامات الموارد النقدية لدى البنك بهدف تعظيم الأرباح وتغطية تكلفة الفرصة البديلة ودون التضحية بهدف السيولة².

2. **هدف السيولة:** يمثل الودائع الجانب الأكبر من موارد البنك المالية والتي تستحق عند الطلب، أي يتوقع المودعون أن يكونوا قادرين على الوصول لأموالهم فور الحاجة إليها؛ وتعد هذه السمة الأساسية التي تميز البنوك التجارية عن منشآت الأعمال الأخرى، ففي الوقت الذي تستطيع فيه هذه المنشآت تتأخر في سداد ما عليها من مستحقات ولو لبعض الوقت، فإن مجرد إشاعة عن عدم توفر سيولة كافية لدى البنك

¹ أحمد فريد مصطفى، محمد عبد المنعم عفر، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مؤسسة شباب الجامعة، دون بلد، 2000، ص 248-

249.

² المرجع نفسه، ص 250.

كفيلة بأن تزرع ثقة المودعين ويدفعهم فجأة لسحب ودائعهم والهروب من البنك، مما قد يعرض البنك لمشاكل كبيرة ممكن أن تؤدي أخيراً إلى الإفلاس¹.

ثانياً: البنك المركزي

البنك المركزي هو مؤسسة مالية حكومية تقف على قمة النظام المصرفي جميعه بسوقيه النقدي أو المالي؛ ويطلق عليه في نفس الوقت مصطلح بنك البنوك وبنك الحكومة، وللبنك المركزي وظيفة أساسية تتمثل في الرقابة والتحكم في عرض النقود والإشراف على السياسة الائتمانية بصفة عامة، ولا يمكن تحديد سمات وخصائص تشترك فيها جميع البنوك المركزية في العالم، وذلك لأن البنك المركزي نتاج التطور النقدي وتاريخه في مختلف الدول. ولذا يحتفظ كل بنك مركزي في أي دولة من الدول بسماته الخاصة وخصائص مميزة تميزه عن بقية البنوك المركزية²، ومن السمات التي يتصف بها البنك المركزي ما يلي³:

- البنوك المركزية مؤسسات نقدية ذات ملكية عامة، أي أنها تعتبر جزءاً من القطاع العام ويكون للحكومة دور كبير في إدارة ورقابة البنك المركزي؛
- يمتلك البنك المركزي الحق المطلق في الإدارة النقدية للبلد وهو جزء من الإدارة المالية فقط، وهو بذلك يعتبر ممثلاً للسلطة النقدية التي تدير النظام النقدي وتشرف على سير العمل المصرفي والنشاط الائتماني والتحكم في عرض النقد؛
- الهدف من وجود البنك المركزي هو تحقيق الصالح العام للدولة، وبالتالي فهو مؤسسة هدفها غير ربحي؛
- أنه لا يتعامل مع الأفراد والقطاع الخاص وإنما يتعامل مع المؤسسات الحكومية والخزينة العامة والمؤسسات المصرفية الأخرى، ويعتبر المسؤول الوحيد عن إصدار العملة الوطنية.

ثالثاً: شركات السمسرة

- هي الشركات التي توفر خدمات الوساطة في التداول المالي، حيث تلعب دور الوسيط فتقوم بشراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء⁴، ويكمل دور شركات الوساطة في الأمور التالية⁵:
- توعية المستثمرين منهم عن كيفية الاستثمار في أسواق المال بصفة عامة، وكيفية الاستثمار في البورصات المحلية بصفة خاصة؛

¹ منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشأة المالية وأسواق المال، مطبعة الدلتا، الإسكندرية، مصر، 2011، ص12.

² عبد الرحمن يسرى أحمد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، دون بلد، 2003، ص61.

³ طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، ط1، دار وائل، عمان، 2013، ص187.

⁴ مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، المرجع السابق، ص 17.

⁵ هاني أنور صالحه، شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، غزة، فلسطين، 2017، ص ص 40-41.

- تقديم خدمات الاستشارة للعملاء وذلك من أجل تقليل نسبة المخاطر التي ستعرض لها المستثمرين؛
- نشر الوعي التثقيفي والمعرفي بسوق الأسهم وبالذات لصغار المستثمرين؛
- تقديم معلومات عن السوق وكذا تحليل الوضع المالي للمؤسسات المدرجة في السوق المالي بناء على طلب العملاء؛
- المساعدة على جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع المستثمرين المحليين؛
- العمل على بناء الثقة بين المستثمرين والسوق المالي؛
- يعمل على توجيه المستثمر إلى الاستثمارات التي تتلاءم مع أهدافه وتطلعاته مع الأخذ بعين الاعتبار موارده، ويقوم أيضا بإسداء النصائح والمشورة المبنية على النهج العلمي؛
- تنفيذ الأوامر؛ إذ تقوم بتحقيق تنفيذ سريع وفعال لأوامر المستثمرين في السوق؛
- السرعة في انجاز المعاملات.

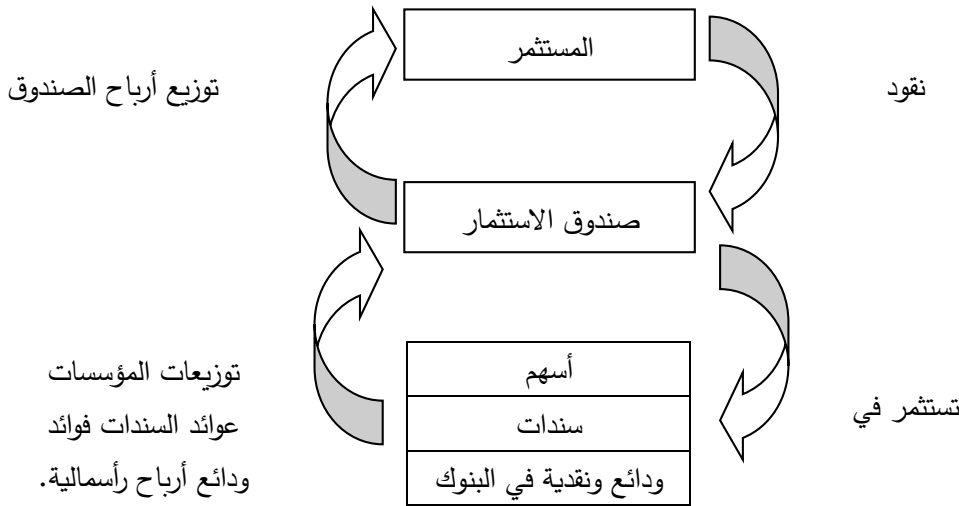
رابعاً: صناديق الاستثمار

صناديق الاستثمار هو مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة، أو وحدات تنظيمية مستقلة، تشكل هذه الكيانات الاستثمارية هياكل مالية مستقلة تدير أموال مالية بشكل مستقل عن المؤسسة التي أسستها، تتولى هذه الصناديق جمع المدخرات من المستثمرين بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، ثم يقوم المدير المالي للصندوق وفريقه من المحترف بتوجيه هذه الأموال نحو شراء أوراق مالية وتشكيل محفظة الصندوق، تدر تلك الاستثمارات عوائد والتي يقوم مدير الصندوق بتوزيعها أو إعادة استثمارها وفقاً لسياسة كل صندوق، فهي أحد الأساليب الحديثة في إدارة الأموال بما حيث تتيح للمستثمرين من الاستفادة من خبرة محترفين ماليين، يتم تنويع المحفظة وفقاً لسياسة الصندوق، ووفقاً لتوقعات المستثمرين وتلبي احتياجاتهم الخدمية ودرجة تقبلهم للمخاطر بما يعود بالفائدة على البنك أو المؤسسة التي أنشئت هذه الصناديق وعلى المستثمرين وعلى الاقتصاد القومي ككل¹.

ويمكن وضع مخطط لسير هذه العملية محدد كالتالي:

¹ ابراهيم المصري، الاقتصاد النقدي - نقود، بنوك، بازل، ط1، دار الحكمة، القاهرة، مصر، 2014، ص ص 136-137.

الشكل رقم (10): رسم تخطيطي لسير عملية العمل داخل صناديق الاستثمار



المصدر: ابراهيم المصري، الاقتصاد النقدي - نقود، بنوك، بازل، ط1، دار الحكمة، القاهرة، مصر، 2014، ص 137.

خامسا: شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية

هي مؤسسات تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق جمع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين وبالأخص صغار المستثمرين، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة، هي التي تقوم بتكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها نيابة عن مستثمريها، وتقوم هذه المؤسسات على تحليل الأسواق المالية، واتخاذ قرارات استثمارية استنادا إلى أهداف الاستثمار ومستوى التحمل للمخاطر لكل مستثمر¹.

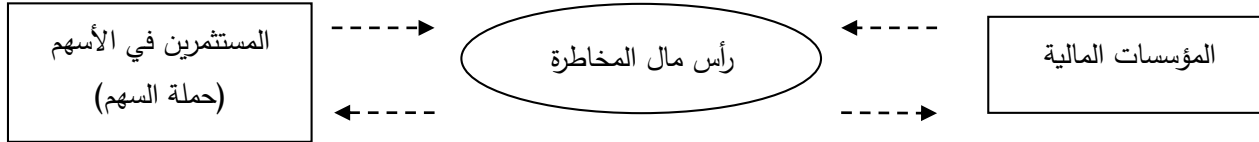
سادسا: مؤسسات رأس المال المخاطر

يعتبر التمويل عن طريق مؤسسات رأس المال المخاطر من أهم الأساليب الحديثة في التمويل، إذ أن هذه التقنية لا تعتمد على تقديم السيولة فقط للمؤسسات كما هو الحال بالنسبة للتمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة وتقديم المشورة والارشاد للإدارة فيما يتعلق بالاستراتيجيات واتخاذ القرار، فمؤسسات رأس المال المخاطر تقوم بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا المبلغ المقدم، وبذلك فهي تخاطر بأموالها، فإذا أصبح المشروع ناجحا تتحصل شركة رأس المال المخاطر على أرباح، أما في حالة الخسارة قد تتحمل جزء من الخسارة، وهذا النوع من التمويل يتناسب مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة والناشئة والتي تطمح للتوسع وتواجه صعوبات في هذا المجال لعدم حصولها على القروض المصرفية بسبب غياب الضمانات اللازمة².

¹ مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، المرجع السابق، ص 17.

² على سماري، ليلي أولاد ابراهيم، شركات رأس المال المخاطر كتقنية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، العدد 01، 2018، ص 99.

الشكل (11) : آلية عمل مؤسسات رأس المال المخاطر



المصدر: على سماري، ليلي أولاد ابراهيم، شركات رأس المال المخاطر كتقنية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، العدد 01، 2018، ص 99.

سابعاً: شركات التأمين

قبل الخوض في معرفة شركات التأمين نقوم أولاً بمعرفة التأمين بشكل العام على أنه حماية الأفراد والهيئات من الخسائر المادية الناشئة عن تحقق خطر محتمل الحدوث والذي من الممكن أن تقع في المستقبل وتسبب خسائر، ولا دخل للأفراد أو الهيئات في حدوثه، تعد شركات التأمين هيئات مالية تقدم خدمات التأمين، وهدفها الأساسي توفير حماية مالية للأفراد والمؤسسات من المخاطر المحتملة، وهي تقوم بدفع مدفوعات لحامل بوليصة التأمين ضد الحوادث التي تحصل أثناء كون ذلك الفرد مؤمن مقابل العوائد التي تحصل عليها المؤسسات بوصفها أقساط التأمين. إن الأقساط التي تدفع لشركة التأمين تعكس متغيرين أساسيين: الأول احتمالية تأمين ضد حادثة تحصل وذلك هو خطر الادعاء الذي وضع، ثانياً المدفوعات التي سوف تدخل لحامل البوليصة (بوليصة التأمين) في حالة الادعاء المشروع، تحصل شركات التأمين على أرباحها من خلال فرض أقساط التأمين على خطر مفترض على حاملي بوليصات التأمين، وكذلك عبر الاستثمار التي تقوم بها المؤسسات باستثمار أرصدها التي تسيطر عليها. أن الأقساط المدفوعة توفر مجموع مبالغ يتم الدفع منها للادعاءات المشروعة. بطبيعتها فإن شركات التأمين موجودة على أساس وجود أخطار مفترضة. كما أن عدداً كبيراً غير متوقع من الادعاءات أو الأداء السيئ للأموال في ظل الإدارة يمكن أن تسبب إفلاس شركة التأمين¹.

المطلب الثالث: أدوات السوق النقدي

هناك العديد من الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية ومنها أدوات الخزينة التي تعتبر الأداة الرئيسية في السوق النقدي، واتفاقيات إعادة الشراء والقبولات البنكية، والأوراق التجارية، وشهادات الإيداع والأدوات المالية الآجلة وأدوات الخيارات وغيرها. وسنحاول عرض هذه الأدوات وقبل ذلك سنقدم أهم ما يميز أدوات التعامل في سوق النقدية:²

¹ محمد صالح القرشي، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط1، دار إثراء، عمان، الأردن، 2009، ص ص 114-115.

² شقيري نوري موسى، وآخرين، المؤسسات المالية المحلية والدولية، المرجع السابق، ص 31.

- استحقاقها في مدة قصيرة تقل عن السنة، مما يجعلها مناسبة للمستثمرين الذين يبحثون عن فترات استثمارية قصيرة، ويستحق معظمها في مدة تقل عن الثلاثة أشهر؛
- تتمتع هذه الأدوات بدرجة عالية من الضمان، وبالتالي قدرة المدين على سداد قيمة الأداة في الوقت المحدد؛
- التذبذب في أسعارها قليل جداً، وعلى ذلك فإن أسعارها ثابتة نسبياً؛
- وجود سوق ثانوي دائم، وبالتالي تتمتع بدرجة عالية من السيولة مما يمكن المستثمرين من بيع وشراء الأدوات بسهولة وفي أي وقت؛
- مخاطرها قليلة بالنسبة للمستثمر فيها، وذلك بسبب الاستحقاق القصير والضمان العالي.

أولاً: أدون الخزينة

- تعتبر أداة من أدوات التمويل بالمدىونية، ويتم إصدارها عن طريق الحكومة، وتكون هذه الأدون وسيلة للحصول على تمويل مؤقت لتلبية احتياجات أنشطتها المختلفة لأجل قصيرة تكون أقل من سنة، وتشمل هذه الاحتياجات المالية الحاجة إلى سداد الفوائد على السندات وكذلك سداد الأدون التي يحل أجل استحقاقها. وتحقق أدون الخزينة العديد من الفوائد أهمها:¹
- غياب المخاطر الائتمانية، من المهم الإشارة إلى أن أدون الخزينة معفاة تقريباً من مخاطر التأخير أو عدم السداد، وهذا راجع إلى أن الجهة المصدرة للورقة المالية لها قدرة مطلقة على سداد ديونها، وذلك من خلال قدرتها على فرض ضرائب جديدة، وكذا اللجوء للبنك المركزي لإصدار نقود جديدة يمكن استخدامها في سداد مديونيتها إذا دعت الضرورة لذلك؛
 - إقبال الكثير من المستثمرين وخاصة الذين يبحثون عن فرص للاستثمار قصير المدى ومنخفضة المخاطر، على شراء هذه الأدون في السوق الثانوية، خاصة وكلاء الأوراق المالية الذين يقومون بشراء الأدون بأسعار منخفضة بهدف إعادة بيعها بسعر مرتفع لتحقيق هامش من الربح وبالتالي وجود درجات عالية من السيولة؛
 - لها سوق نشط "سوق ثانوي" فالمعاملون فيها على استعداد دائم لشراء أو بيع الأدون على مدار فترة صلاحيتها؛
 - أما فيما يخص عملية إصدار أدون الخزينة: فيتم عن طريق نظام العطاءات، فبعد أن تحدد الحكومة المبلغ الذي تسعى إلى جمعه، فيتم الإعلان عن القيمة الاسمية لأدون الخزينة الجديدة، مدة الإذن، نوع العطاء (تنافسي- غير تنافسي)، أسلوب الدفع، والبنك الذي يتلقى العطاءات بالإضافة إلى اسم وتوقيع صاحب العطاء، والأفراد لديهم خيارين للشراء أما شراء أدون الخزينة مباشرة أي بأنفسهم، وإما اللجوء إلى بنك

¹ محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية - الأصول العلمية والتحليل الأساسي-، ط1، زمزم، عمان، الأردن، 2009، ص ص 52-

تجاري أو إحدى شركات السمسرة لأداء الخدمة مقابل دفع رسوم، وينحصر العائد الذي يحصل عليه المستثمر في الفرق بين الشراء والقيمة السوقية التي يحصل عليها المستثمر عند تاريخ الاستحقاق، ولا يحصل حامل أذون الخزينة على أية كوبونات كما هو في حالة الاستثمار في السندات، وفي حالة بيع أذون الخزينة قبل موعد الاستحقاق فيتمثل العائد في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.

ثانياً: الأوراق التجارية

هي أدوات اقتراض قصيرة الأجل تتراوح مدتها من 4 أشهر إلى 6، وهي تمثل وعدا بالدفع عند الاستحقاق، تصدرها المؤسسات التي تملك مركز مالي قوي من أجل الحصول على التمويل المطلوب الذي تحتاجه¹، من أهم هذه الأوراق التجارية:²

1. **السند لأمر:** صك يتعهد فيه المدين بأن يدفع مبلغا معينا مسجلا في السند في تاريخ معين للدائن أو لحامل السند، بافتراض أن تاجر مواد غذائية بالتقسيط (المشتري) يتقدم لشراء سلعة من تاجر الجملة (البائع)، ولكن عوض أن يقدم له مبلغ مشترياته، يسلم للبائع سندا موقعا يلزم فيه بتسليم مبلغ معين والذي هو سعر السلعة في أجل معين المتفق عليه، ولا يزيد هذا الأجل عادة على ثلاث أشهر.

2. **الكمبيالة:** هي وثيقة تجارية تستخدم لتسهيل التعاملات المالية، ويتداخل فيها ثلاثة أطراف، ويصلح لتلخيص ذمتين في نفس الوقت، تمثل الكمبيالة وعد مكتوب يقوم بموجبه المستدين (المستحق للدفع) بدفع مبلغ معين للدائن (المستحق للتحويل) في تاريخ مستقبلي ويجب أن يكون محدد، تتداول الكمبيالات في السوق المالي وتنتقل من شخص إلى آخر عن طريق التحويل، وتعتبر الكمبيالة أشهر الأوراق التجارية على الإطلاق.

3. **سند الرهن:** ليس سند الرهن سوى سند أذني له طابع خاص لأنه مضمون بسلع. مثال يودع التاجر سلعا في مخازن ويحصل على شهادة اثبات أن السلع موجودة في المخازن، فإذا أراد التاجر أن يطلب قرضا أو أن يشتري على أساس الدفع في تاريخ مؤجل أمكنه تسليم سند الرهن إلى الدائن. ويمكن لهذا الأخير باعتباره حاملا للسند أن ينقله إلى غيره بعد تظهيره، كما يمكن للدائن في حالة عدم سداد الدين أن تكون له حرية استخدام السلع الموضوعة كضمان.

4. **سند الصندوق:** إن سند الصندوق سند أذني كذلك، وهو نوع من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدره عادة البنوك أو المؤسسات المالية ليكتتب الأفراد به، وفيه يلزم البنك أو المؤسسة التي قامت بإصداره بدفع قيمة السند إلى المكتتبين عند أجل الاستحقاق، وتقوم البنوك والمؤسسات بإصدار سندات الصندوق عند الحاجة لموارد مالية لأجل قريب، ذلك أن مدة استحقاق سند الصندوق تكون محدودة.

¹ محمد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، ط1، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2018، ص161.

² فتح الله ولعو، الاقتصاد السياسي - توزيع المداخل النقود والائتمان -، ط1، دار الحداثة، بيروت، لبنان، 1981، ص ص 306-

ثالثا: شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول

وهي إيصالات تطرحها البنوك تثبت أن حاملها قد أودع مبلغ معين لمدة محددة وبفائدة محددة عند إصدارها، ويمكن لحاملها إما الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق، وفي هذه الحالة يظل متمتعا بضمان البنك، أو أن يقوم بالتخلي عنه عن طريق بيعها في "السوق الثانوي" إذا أراد الحصول على أرصدة سائلة إذا كان بحاجة إليها. وتختلف الشهادات عن أدون الخزنة والأوراق التجارية في أمرين:¹

- أنها تحمل فائدة محددة يتعين دفعها في تاريخ الاستحقاق، فهي لا تباع بخصم، أي عند الاستحقاق يتم دفع المبلغ الأصلي مع الفائدة المكتسبة؛
- تحسب الفائدة عليها على أساس 365 بدلا من 360 يوم أي تحسب الفائدة بناء على عدد الأيام الفعلية في السنة، وتختلف هذه الشهادة عن صور الودائع الأخرى بالبنوك.

رابعا: القبولات المصرفية

وتعتبر من أقدم وسائل التمويل والتداول في سوق النقد، وقد وجدت من أجل تسهيل حركة التجارة الدولية (التبادل الخارجي)، حيث يقول العميل من بنكه أن يصدر أمر بالدفع لشخص ثالث بمبلغ محدد وفي تاريخ محدد، ويصبح هذا الأمر مقبولا إذا قام البنك بختمه والتوقيع عليه بتوقعات معتمدة بما يفيد القبول وذلك في إطار ما يتمتع به الطرف الثاني الطالب (عميل البنك) من ملاءة مالية أو تسهيلات ائتمانية تسمح له بذلك، وقد يمكن استبدال أمر الدفع بكمبيالة مصرفية في سياق اتمام صفقة تجارية دولية لأحد عملاء البنك ويتم ذلك أيضا بوضع أختام وتوقعات قبول الدفع عليها، وبذلك فإن القبولات المصرفية تعد مثل شهادات الإيداع المصرفية أحد أدوات الديون في سوق النقد والتي تصدر من بنك تجاري لضمان مستورد محلي لدى مورد أجنبي، ويمكن للمورد الأجنبي أن يختار طريقتين أما الاحتفاظ بالقبول المصرفي لحين موعد استحقاقه واستلام قيمته كاملة من البنك المرسل في وطنه، أو أن يقوم ببيعه عند الحاجة في السوق الثانوي للأوراق المالية بخصم معين، وعادة ما يتم تداول القبولات المصرفية في السوق الثانوية، حيث تقوم البنوك بشراء هذه الأدوات وخاصة إذا كانت لديها سيولة غير مستخدمة متاحة لديهم، وتحقيق عوائد من خلال فرض خصم على القيمة الاجمالية.²

خامسا: اتفاقيات إعادة الشراء

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء أداة للإقراض قصير الأجل بضمان أدون الخزينة. وهي تمكن المؤسسات والبنوك التجارية من الحصول على السيولة لسد العجز الطارئ في السيولة لدى هذه الجهات، ويمكن القول أنها عبارة عن عقد للبيع بين طرفين ينطوي على إعادة شراء أدون الخزينة مرة أخرى، ويمكن شرحه على أنه صفقة تتضمن بيع أدون الخزينة من قبل صاحبها والمتمثل في البائع إلى الجهة الأخرى المشتري، مع تعهد

¹ محمد أحمد عبد النبي، المرجع السابق، ص 57.

² محب خله توفيق، تحليل الاستثمار المالي - الأدوات والتمويل والمخاطر، الإطار النظري والتطبيقي -، المرجع السابق، ص 82.

البائع بإعادة شراءها في تاريخ لاحق وبسعر أعلى¹، ومن المعروف أن المؤسسات الكبيرة هي المصدر الأكبر لهذا النوع من الاقتراض.

ومثال عن ذلك أن هناك فائضا نقدي لمؤسسة ما في بنك ما تستطيع هذه المؤسسة شراء أذون الخزينة بالفائض النقدي الموجود والذي لا تحتاجه المؤسسة في الأجل القصير. و تتفق المؤسسة مع البنك على أن يقوم هذا الأخير بإعادة شراء أذون الخزانة بسعر أعلى من سعر الشراء في موعد الاستحقاق².

سادسا: اليورو دولار (سوق الدولار الأمريكي)

اليورو دولار هو الودائع المؤسسات الأمريكية بالدولار التي يتم وضعها في البنوك الأوروبية، ولقد ظهرت هذه السوق نتيجة سياسة الفائدة فهناك طلب متزايد على الدولار بسبب انخفاض معدلات الفوائد على القروض بالدولار التي تمنحها البنوك الأوروبية مقارنة بما تمنحه البنوك الأمريكية هذا من جهة، ومن جهة أخرى بسبب إقبال الشركات متعددة الجنسيات على الطلب عليه من أجل امتداد نشاطاتها إلى أوروبا وآسيا والشرق الأوسط، ولم يقتصر الأمر على عملة اليورو دولار فقط بل أصبح هنالك سوق لعملات أخرى مثل: عملات الأوروبية كالبيورو جنيه إسترليني، والبيورو ين الياباني، وأصبحت هذه العملات جزءا من هذا السوق. وقد أصبحت سوق عملات اليورو من أكبر الأسواق النقدية في العالم، وأكثرها سيولة³.

سابعا: القروض المصرفية

تعتبر القروض المصرفية جزء هام من النظام المالي، حيث تقدم البنوك والمؤسسات المالية قروضا للأفراد والمؤسسات لتلبية احتياجاتهم المالية، سنحاول معرفة أنواع القروض المصرفية اعتمادا على خلال الفترة الزمنية:

1. تمويل قصير الأجل: تتمثل في القروض والاعتمادات التي تقدمها البنوك التقليدية للمؤسسات في الأجل القصير أي فترة زمنية قصيرة وتستهملها المؤسسة لتغطية الالتزامات المالية اليومية والتشغيلية، ويمكن وضع أهمها فيما يلي⁴:

أ. **تسهيلات الصندوق:** وهي عبارة عن مجموعة من الخدمات المالية التي تقدمها المؤسسات المالية والبنوك وتهدف هذه الصيغة إلى تغطية العجز الطفيف الحاصل نتيجة زيادة المصاريف عن الإيرادات في خزينة المؤسسة، وما يميز تسهيلات الصندوق قصر الفترة الممنوحة من أجل السداد وذلك لبضعة أيام في

¹ محمد أحمد الأندلي، المرجع السابق، ص 161.

² المكان نفسه.

³ خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، اقتصاد العمليات المصرفية- المحلية والدولية-، ط1، دار وائل، عمان، الأردن، 2006، ص 341.

⁴ شوقي بورقية، التمويل في البنوك التجارية والبنوك الإسلامية - دراسة مقارنة من حيث المفاهيم والاجراءات التكلفة-، ط1، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2013، ص ص 71-72.

الشهر وسنة واحدة كحد أقصى، أما المبلغ الممنوح فلا يمكنه أن يتجاوز قيمته 60-70% من رقم الأعمال الشهري.

ب. **السحب على المكشوف الخاص بالمؤسسات:** يسمح هذا النوع من القروض بمقابلة الاحتياجات المؤقتة للمؤسسة الناتجة عن تضخم في الأصول المتداولة، أي تسمح المؤسسات المالية والبنوك للمؤسسات بسحب مبالغ يتجاوز رصيدها الحالي في الحساب البنكي، كما يعتبر هذا القرض الأكثر طلبا واستعمالا من طرف المؤسسات، في مقابل عمولة البنك أو المؤسسة المالية، ويساوي في المعدل 1% من المبلغ المسموح للمؤسسة بسحبه على المكشوف، والذي يحدد على أساس رقم أعمال المؤسسة والهيكل المالي والنشاط الممارس والثقة الموجودة بين البنك والمؤسسة.

ج. **اعتمادات الحملة:** أو ما يطلق عليه القروض الموسمية، يهدف هذا النوع من الاعتماد إلى تمويل احتياجات دورة الاستغلال لدورة محاسبية، وذلك في حالة أن نشاط المؤسسة تعرض لاختلالات موسمية، أو عدم قدرتها على تغطية احتياجاتها بواسطة أموالها الخاصة في فترة معينة، مثل المؤسسة التي تقوم بإنتاج وتصنيع الأدوات الكهرو منزلية كل سنة وفي فصل الصيف يزيد الطلب على المكيفات، وبالتالي تشهد المؤسسة تكاليف استثنائية مثل تكاليف إطلاق مكيفات جدد مما يدفعها في هذه الحالة للجوء إلى اعتمادات الحملة، ويتغير مبلغ الاعتماد حسب نشاط كل مؤسسة، وعموما يكون لفترة أقل من تسعة أشهر.

د. **القرض الفوري:** يتيح القرض الفوري للمؤسسات الحصول على تمويل سريع لتلبية احتياجات تمويلية لفترة تتراوح ما بين 03 و10 أيام في المتوسط، ونظرا للإيجابيات التي يتميز بها هذا النوع من القروض مثل سرعة التوفر، وسهولة الإجراءات، وتوفير الوقت والجهد أصبح الأكثر بحثا من طرف المؤسسات الصناعية والتجارية، وخاصة منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2. **تمويل متوسط الأجل:** يمكن أن يتخذ التمويل في هذه الحالة شكل قروض كما يمكن أن يتخذ شكل اعتماد، إلا أنه في الغالب يكون قروضا، وتتراوح فترتها الزمنية ما بين 02-07 سنوات، فهي يهدف إلى الحصول على تجهيزات تستعمل في فترة أقصاها 10 سنوات، يتم تقديم هذا النوع من القروض عموما من طرف بنوك الودائع، وبنوك الأعمال، حيث تتميز بثلاثة أنواع من القروض المتوسطة الأجل المقدمة للمؤسسات.¹

أ. **قروض متوسطة الأجل قابلة لإعادة الخصم:** حيث يقوم البنك بإعادة خصم القروض المقدمة للمؤسسة لدى البنك المركزي ويشترط في هذه الحالة عدم تجاوز مبلغ القرض 70% من المبلغ الإجمالي للاستثمار باحتساب كل الرسوم.

ب. **قروض متوسطة الأجل قابلة للتحريك:** لقد جاء هذا النوع من القروض ليحل محل القروض المتوسطة الأجل القابلة للخصم، حيث يقوم البنك بتحريك حقوقه في السوق النقدي، حيث يقوم البنك بتعديل وتعديل

¹ شوقي بورقبة، المرجع السابق، ص 82.

شروط القرض بناء على تطورات السوق مثل تغيير معدل الفائدة، او شروط السداد بناء على اتفاق بين البنك والمؤسسة المقترضة، إلا أن هذه الآلية لم تطبق بعد في الجزائر.

ج. **القروض المتوسطة الأجل المباشرة:** يختلف هذا القرض عن القروض السابقة، حيث يصدره البنك على شكل سند أدني لأمر المصدر من قبله، يمثل اعترافاً بالدين وليس وسيلة لإعادة الخصم أو التحريك.

3. **القروض المصرفية طويلة الأجل:** يتم الحصول على هذا النوع من القروض عن طريق التفاوض المباشر بين المقرض والمقترض، والذي يسمح بانتقال الأموال بينهما، وتتم وفق الشروط المحددة بالعقد المبرم بينهما، يتم سداد الفوائد بشكل دوري وتكون هذه الفوائد منخفضة مقارنة مع قروض قصيرة الأجل، في ما يتم استهلاك القرض على أقساط متساوية، وتكون فترة السداد طويلة في تواريخ معينة أو قد يتم سداه مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه¹، إن أسباب اختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود إلى الصعوبات التي تواجهها المؤسسة في عدم تمكنها من الحصول على مصدر تمويل مناسب مثل إصدار أسهم جديدة وخاصة عندما تكون المؤسسة تعمل في سوق غير سائل، ويكون أقل كلفة من المصادر الأخرى لاحتوائه على ميزة ضريبية على اعتبار أن الفائدة على القرض والعمولات المدفوعة تخفض من الربح الخاضع للضريبة لمثل هذا النوع من مصادر التمويل، مع الإشارة إلى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض وخاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافية لتغطية مبلغ القرض أو لمحدودية قدرة المقترض على تسديد الالتزامات المترتبة عليه، ويعتمد احتساب كلفة القروض على المبلغ المقترض ومعدل سعر الفائدة وفترة الاقتراض²، وعادة ما تتراوح مدة القرض من 8 إلى 20 سنة وفي بعض الأحيان تتجاوز هذا المجال، والتي تكون عادة موجهة لتمويل التجهيزات الثقيلة أو المشاريع الضخمة. غالباً ما تعرف هذه القروض أيضاً بالقروض الثابتة وتتمثل في القروض الطويلة الأجل المباشرة، حيث تقدم هذه القروض من طرف البنوك ومؤسسات مالية متخصصة مثل بنوك الأعمال، وبنوك القروض المتوسطة والطويلة الأجل³.

المبحث الرابع: جودة سيولة السوق المالي كدافع للتمويل من سوق رأس المال

يستقطب سوق رأس المال الكثير من المستثمرين الذين يطمحون للحصول على أرباح، فقد أصبح المستثمر يوظف مبالغ ضخمة في شراء الأوراق المالية، وهذا الأمر يقتضي عليه معرفة المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق ومعرفة مقدار الأرباح التي سيأخذها مقابل التعامل بهذه الأوراق، واختيار الأوراق المالية التي تقدم له أكبر ربح. ولذلك في هذا المبحث سنتطرق إلى الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.

¹ ابن زكوة العونية، المرجع السابق، ص ص 146-147.

² توريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط2، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009، ص 218.

³ شوقي بورقية، المرجع السابق، ص 85.

المطلب الأول: التمويل بواسطة الأسهم

- هي صكوك ذات قيمة متساوية وقابلة للتداول بالطرق التجارية، والتي يكون للمساهم الحق في المؤسسة، لاسيما الحصول على الأرباح¹.
- هي أوراق مالية متساوية القيمة تستخدم في التداول، سواء بطريقة مباشرة أو عبر الأسواق المالية، ويعتبر كل سهم حقا من حقوق الملكية الذي يثبت حق مالكة في رأس مال المؤسسة².
- هو صك يستخدم للتداول أي يمكن بيعه وشراؤه في السوق المالي، يصدر عن مؤسسة المساهمة، وأيضا يعبر عن حصة المساهم في رأس مال المؤسسة، وينقسم رأس مال المؤسسة المساهمة إلى وحدات كل منها يسمى سهما، ويمثل كل سهم حصة متساوية من رأس المال وتحسب نسبة ملكية أي مساهم بمقدار عدد ما يملكه من أسهم المؤسسة منسوب إلى إجمالي عدد الأسهم التي تمتلكها المؤسسة³.
- ويمكن تعريفها على أنه عبارة عن شهادة تخول لمالكها الحق في ملكية جزء من ممتلكات المؤسسة التي أصدرت هذا السهم، وهو قابل للتداول أي وقت، يمكن لحامل السهم المشاركة في الأرباح والخسائر بمقدار مساهمته في المؤسسة. نظرا لاختلاف وتفاوت ميول المستثمرين تجاه درجة المخاطرة الذي يمكن تحملها، ويمكن تقسيمها إلى أسهم عادية وممتازة.

أولا: ماهية الأسهم العادية

سنحاول تقديم عرض عام عن الأسهم العادية

1. **الأسهم العادية وحقوقها:** سنحاول في هذا العنصر معرفة الأسهم العادية وكذا حقوقها.
 - أ. **تعريف الأسهم العادية:** وتمثل الأسهم العادية أو ما يعرف بحقوق الملكية، رأس المال المحفوف بالمخاطر للأعمال التجارية، وتشكل العمود الفقري للهيكل التمويلي داخل المؤسسة⁴، ويعتبر السهم العادي وثيقة تثبت ملكية صاحبه في هذه المؤسسة أو تلك ويتم إصداره بقيمة إسمية عند الاكتتاب برسما المؤسسة من خلال الاكتتاب العام لمؤسسات المساهمة.
 - ب. **حقوق الأسهم العادية:** يحصل حامل السهم على مجموعة من الحقوق كفلها له القانون لحمايته من أهمها:⁵

¹ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، ط1، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، 2006، ص47.

² محمد غياث شيحة، المرجع السابق، ص65.

³ محب خله توفيق، تحليل الاستثمار المالي - الأدوات والتمويل والمخاطر، الإطار النظري والتطبيقي، المرجع السابق، ص83.

⁴ Atrill P, **Financial management for decision makers**, Financial Times Prentice Hall, Harlow, England ; New York, 2012, p227.

⁵ خالد الراوي، وآخرون، نظرية التمويل الدولي، ط2، دار المناهج، عمان، الأردن، 2002، ص ص 327 - 328.

- حق التصويت في اجتماعات المؤسسة مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والمصادقة على بعض القرارات الإدارية؛
 - حق التخلي عن الأسهم العادية التي يملكونها في سوق الأسهم؛
 - حق الاطلاع على أداء المؤسسة من خلال دفاترها وسجلاتها المالية؛
 - حق المشاركة الأخيرة في قيمة موجودات المؤسسة عند التصفية؛
 - حق المشاركة في تعديل النظام الأساسي للمؤسسة؛
 - يخول لحملة الأسهم العادية بيع موجودات ثابتة وتغيير عدد الأسهم العادية المصرح بها؛
 - يخول لهم إصدار سندات وأسهم ممتازة والدخول في مفاوضات الدمج أو الاقتناء.
- ويحدد النظام الأساسي للمؤسسة عادة عدد الأسهم العادية المصرح بها، وهو الحد الأقصى الذي يمكن لإدارة المؤسسة إصداره من دون تعديل في النظام، وعادة ما يكون عدد الأسهم المصرح بها والصادرة أقل من الأسهم المصرح بها بشكل كلي، وبمعنى آخر يظل هناك عدد من الأسهم مصرح به وغير صادرة بعد تستعملها إدارة المؤسسة عادة في منح خيارات الأسهم في حالات الدمج أو الاستحواذ، أو كتقديمها للموظفين العاملين كتخفيف لهم.

2. القيم المختلفة للسهم العادي: هناك عدة قيم مختلفة سنحاول معرفة كل منها:

- أ. **القيمة الاسمية:** هي عبارة عن قيمة ثابتة ومدونة في صك السهم، وتحدد بعقد تأسيس المؤسسة أو بقرارات الإصدار، ويترك لإداري المؤسسة حرية اختيار القيمة الاسمية للسهم، وفي بعض الأحيان يمكن أن تفرض القيود الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم العادي¹.
- ب. **القيمة الدفترية:** وهي قيمة السهم بالدفاتر المحاسبية، علماً أن في بداية عمل المؤسسة القيمة الدفترية للسهم تساوي قيمته الاسمية، وتحسب بالنسبة التالية

حقوق المساهمين / عدد الأسهم

وتتكون حقوق المساهمين من: رأس المال المدفوع هو (المبلغ الذي دفعة المساهمين عند شراءهم للأسهم) والاحتياطات والأرباح المحتجزة، وتتغير القيمة الدفترية من عام إلى آخر وذلك راجع إلى تغير حقوق المساهمين أو عدد الأسهم أو كليهما، وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للمؤسسة².

ج. **القيمة السوقية:** وهو السعر الذي يباع به السهم في السوق، فسعر السهم في السوق قد يساوي القيمة الدفترية للسهم أو يختلف عنها، ففي بداية أعمال المؤسسة، من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية، وذلك لعدم وجود سجل أداء المؤسسة يدل على أنها تحقيق أرباح يستند إليه المستثمر، في حين إذا بدأت المؤسسة أعمالها وتوسعت في السوق، وحقت أرباحاً عالية ومتنامية يزداد

¹ جمال اليوسف، فواز الحمودي، الإدارة المالية، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السعودية، 2018، ص315.

² الجوزي غنية، المرجع السابق، ص34.

الطلب عليها فيرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية له، أما إذا كانت أرباح المؤسسة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة فيخفض الطلب على أسهمها، وبالتالي فإن سعر السهم في السوق ينخفض تحت القيمة الدفترية له، وعلى أي حال فإن القيمة السوقية للسهم هي عبارة عن قيمة توازنه بين العرض والطلب في السوق وبالتالي فإنها تمثل إجماع السوق على قيمة السهم¹.

د. **القيمة التصفوية:** وهي قيمة السهم التي يحصل عليها المساهم في حالة تصفية المؤسسة، وقد تكون نتائج التصفية غير جيدة بالنسبة للمساهم العادي لأنه في آخر القائمة (أي يأتي بعد حملة السندات والأسهم الممتازة)، يكون آخر من يحصل على الأموال، وقد لا يحصل إلا على جزء ضئيل من القيمة الاسمية لسهمه².

هـ. **القيمة الحقيقية:** تدل القيمة الحقيقية على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة، وتحدد هذه القيمة بالنسبة للسهم استناداً إلى عوامل موضوعية تشمل قاعدة موجودات المؤسسة، توقعات النمو المستقبلية وكفاءة إدارة المؤسسة. إن قيمة السهم المحسوبة على هذا الأساس تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم وهي من اهتمامات المستثمر بالدرجة الأولى؛ حيث يقوم المستثمر عادة بإجراء مقارنة بين القيمة الحقيقية المحسوبة وسعر السهم في السوق، فإذا وجد سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية، فهذا يعني أن السهم مقيم بأكثر مما يجب ولا يصلح للاستثمار، بل على العكس يجب التخلص من السهم إذا كان لدى المستثمر، وإذا وجد سعر السوق أقل من القيمة الحقيقية هذا يعني أن السهم مقيم بأقل مما يجب وأنه يصلح للاستثمار لأن سعر السوق سيرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقية مما يحقق ربحاً رأسمالياً للمستثمر، وإذا وجد سعر السوق مساوياً إلى القيمة الحقيقية فإن السهم يكون مقيماً كما يجب³.

إن اختلاف سعر السوق عن القيمة الحقيقية للسهم ناتج عن عدة أسباب أهمها:⁴

- المضاربات والتلاعب في أسعار الأسهم في البورصة؛
 - عدم توفر المعلومات عن أداء المؤسسة، الإفصاح غير الكافي للمعلومات من قبل المؤسسة أو المتلاعب به؛
 - تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين؛
 - البطء في ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقاً للمعلومات الواردة.
- إن الاختلاف بين سعر السوق والقيم الحقيقية للسهم تخلق فرصاً للربح والاستفادة من عمليات شراء وبيع الأسهم في المدى القصير.

¹ إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2010، ص 9.

² محمد طنيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، ط1، دار المستقبل، عمان، الأردن، 2010، ص 167.

³ إبراهيم الكراسنة، المرجع السابق، ص 8.

⁴ المكان نفسه

3. أنواع الأسهم العادية: إلى جانب الأسهم العادية التقليدية، ظهرت في السنوات الأخيرة اتجاهات جديدة للأسهم تتمثل فيما يلي:¹

أ. الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: الأصل أن يكون للمؤسسة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية، ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل، غير أن مؤسسة جنرال موتور مؤسسة مختصة في مجال صناعة السيارات أدخلت على أسواق رأس المال في الثمانينات مجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية. إلى جانب الأسهم العادية للمؤسسة ككل، أطلقت على هاتين المجموعتين الإضافيتين (الفئتين) الفئة الأولى E Class والفئة الثانية H Class وربطت فيها التوزيعات بالأرباح (التي يحصل عليها حملتها) بالأرباح التي يحققها كل من قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، وقسم إنتاج أجزاء الطائرات، وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم، إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين.

ب. الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم لا تعتبر من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة. وفي الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمؤسسات التي تتبع حصص من أسهمها العادية إلى العاملين بها، وفي ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المؤسسة تخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة. ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم، من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

ج. الأسهم العادية المضمونة: إن حامل السهم ليس له الحق في إرجاعه إلى المؤسسة التي قامت بإصداره في حالة انخفاض قيمته السوقية، وقد شهد في سنة 1984 ظهور نوع جديد من الأسهم في السوق الأمريكية، وهي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة التي قامت بإصداره بالتعويض إذا ما انخفضت قيمته السوقية إلى حد معين، خلال فترة محددة بعد إصداره. أما إذ لم يصل انخفاض القيمة إلى هذا الحد، أو تجاوز الانخفاض الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها، فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بالتعويض، وعادة ما يحصل المستثمر على عدد من الصكوك يطلق عليها "حقوق التعويض" أو الوحدات، وذلك مقابل الأسهم المشتراة، ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين، وذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض.

4. الآثار المترتبة عن التمويل بالأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة المصدرة: تتميز عملية التمويل عن طريق الأسهم العادية بالعديد من المزايا بالنسبة للمؤسسة المصدرة، رغم كثرة هذه المزايا إلا أن الأسهم العادية لديها عيوب ونقائص، سنحاول ذكر أهم المزايا والعيوب:²

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر - ، المرجع السابق، ص ص 538-540.

² محمد غياث شيحة، المرجع السابق، ص ص 71 - 72.

أ. مميزات التمويل عن طريق الأسهم العادية:

- لا تفرض الأسهم العادية تكاليف ثابتة على المؤسسة، حيث لا يستحق عليها دفع عائداً إلا إذا تحققت الأرباح وتقرر توزيعها سواء كلها أو جزء منها، وهذا يعني أن المؤسسة ليست ملزمة بدفع توزيعات في حالة لم تحصل على أرباح؛
- تعطي الأسهم العادية مرونة أكثر من السندات والأسهم الممتازة، كما تكون أقل خطورة من غيرها. إذ لا توجد أي التزامات أو أعباء ثابتة تدفعها المؤسسة مثل الفوائد في حالة التمويل عن طريق القروض؛
- نقادي فرض القيود المالية التي قد ترد مع مصادر التمويل الأخرى، فإن الأسهم العادية توفر حرية أكبر للمؤسسة في إدارة رأس المال دون القيود المفروضة عند الاقتراض؛
- يمكن ان تكون الأسهم العادية مصدر تمويل مناسب عندما تكون المؤسسة قد استخدمت كامل طاقتها على الاقتراض، لأن الزيادة في رأس المال تؤدي إلى زيادة الثقة في المؤسسة وتوسع قدرتها إذا ما أرادت الاقتراض في تاريخ لاحق؛
- الأسهم العادية أكثر سهولة في التسويق، وخاصة إذا كان مستقبل المؤسسة المصدرة لها جيداً، وبالتالي تصبح الاستثمار في أسهمها مغرباً للمستثمرين؛
- لا تتضمن تاريخ استحقاق محدد الأمر، مما يعني أنها لا تفرض ضغطاً على التدفقات النقدية؛
- أما بالنسبة للمستثمرين فإنهم يفضلون التمويل عن طريق هذا المصدر لأنه يحقق لهم معدل عائداً أفضل ويعتبر هذا مصدر وقاية من أثر التضخم في بعض الاستثمارات.

ب. عيوب الأسهم العادية:

- يؤدي زيادة إصدار الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة المالكين وتقليل حصص المساهمين الحاليين، وتؤدي أيضاً إلى فقدان التحكم أو التأثير على قرارات المؤسسة بسبب تصادم أهداف المساهمين وتعارضها مع أهداف المؤسسة؛
- إن زيادة اعتماد المؤسسة على التمويل بالملكية بدرجات عالية واستخدام المديونية بنسبة صغيرة يؤدي إلى زيادة التكلفة المرجحة المتوسطة للأموال عما كان متوقع؛
- عادة ما تكون تكلفة إصدار الأسهم العادية الجديدة أعلى من تكلفة الاقتراض، وهذا راجع إلى أن تكلفة إصدارها عالية من ناحية الإجراءات.

ثانيا: ماهية الأسهم الممتازة

هي شكل هجين من التمويل، يجمع بين سمات الدين والأسهم العادية¹، سنحاول تقديم أهم هذه الأسهم وكذا مميزاتها وعيوبها.

1. الأسهم الممتازة: يمثل السهم الممتاز مستند ملكية شأنه في ذلك شأن السهم العادي ولا يحدد للسهم الممتاز تاريخ للاستحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في وقت لاحق كما هو الحال في السندات. وتم وضع مصطلح ممتازة، لأن لها امتيازات على الأسهم العادية².

تصدر المؤسسة المساهمة هذا النوع من الأسهم ليتناسب مع أذواق بعض المستثمرين الذين يرغبون بالحصول على دخل ثابت، وكما تصدرها المؤسسات في مكان السندات التي يتعين لها موعد محدد للسداد في حين لا يتم تحديد موعد استحقاق للأسهم الممتازة.

2. خصائص الأسهم الممتازة: تمتاز الأسهم الممتازة أو حقوق المساهمين الممتازين بمجموعة من الخصائص نذكر منها ما يلي:³

- تمتاز الأسهم الممتازة بخاصية تجميع الأرباح. وبمقتضى هذه الخاصية فإن عدم حصول الأسهم الممتازة على نسبتها المحددة في توزيع الأرباح لسنة أو لأكثر يفرض على إدارة المؤسسة، عندما تقرر التوزيع، دفع تلك الأرباح المتأخرة لهم قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين؛

- تمتاز هذه الأسهم بأن لها ثلاث قيم: قيمة اسمية موجودة على الشهادة المسلمة للمساهم، قيمة دفترية وقيمة سوقية. وتعتبر هذه القيم نفسها عند الأسهم العادية؛

- تتصف هذه الأسهم بإمكانية الاستدعاء والتسديد، فعلى الرغم من أن الأسهم الممتازة تمثل ملكية جزء من المؤسسة وليس لها تاريخ استحقاق، إلا أنه بإمكان هذه الأخيرة استرداد تلك الأسهم سواء بالشراء من حملتها وإحلالها بسندات ذات كوبون منخفض للاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة أو استبدالها بأسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض أو أسهم عادية.

- تمتاز هذه الأسهم على الأسهم العادية، بأولويتها في الحصول على الأرباح الموزعة إلا أنها تأتي في المرتبة الثانية. حيث يجب على المؤسسة دفع فوائد الديون، بما في ذلك السندات، قبل تسديد حقوق حملة الأسهم الممتازة. فعادة ما يكون منصوحا عليه في عقد المؤسسة أن حملة الأسهم الممتازة لا يمكنهم إجبار المؤسسة على إجراء توزيعات بينما يمكن ذلك بالنسبة للدائنين؛

- تتصف هذه الأسهم في بعض الأحيان بخاصية المشاركة أي هناك أنواع أخرى منها (وهي منتشرة بكثرة) كتلك التي تسمى بأسهم المشاركة. وفقا لذلك فإن حملة الأسهم الممتازة، بعد حصولهم على نسبة

¹ Van Horne James C ; John Martin W, **Fundamentals of financial management**, Prentice Hall, Harlow, England, New York, 2008, P534.

² عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، ط2، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، 2013، ص244.

³ محفوظ جبار، الأسواق المالية - الأسواق والأدوات المالية-، المرجع السابق، ص ص 272-273.

الأرباح المتفق عليها في عقد الإصدار، فإن للمساهمين الممتازين الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين. كما قد تعطى بعض الامتيازات الضريبية للمساهمين الممتازين، إذ تسمح بعض التشريعات الأمريكية بفرض ضريبة الدخل على 15% فقط من الأرباح الموزعة. تشجيعاً للمستثمرين لتوظيف أموالهم في شراء هذا النوع من الأدوات المالية؛

- قد تعطى بعض الامتيازات الخاصة للمساهمين الممتازين مثل المعلومات الإضافية حول المؤسسة المصدرة، التمثيل في مجلس الإدارة، وحقوق الرقابة الخاصة على المؤسسة؛

- تمتاز هذه الأسهم بأنها وسيلة لجذب التمويل دون الحاجة إلى تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات.

3. أنواع الأسهم الممتازة: يمكن حصر أنواع الأسهم الممتازة فيما يلي:

أ. من حيث حصولها على الأرباح: يمكن تقسيمها إلى ما يلي:

- أسهم ممتازة متراكمة الأرباح: هي الأسهم التي في حالة عدم دفع توزيعات الأرباح في السنة السابقة، يتوجب على المؤسسة دفعها قبل دفع أرباح الأسهم إلى المساهمين العاديين، إذا كانت توزيعات الأسهم الممتازة متأخرة خلال سنوات عديدة، فقد تجد المؤسسة صعوبة في استئناف توزيعات الأرباح للمساهمين العاديين¹.

- أسهم ممتازة غير متراكمة الأرباح: وهي عكس النوع الأول لا تحتاج المؤسسة إلى دفع الأرباح المتأخرة للأسهم الممتازة².

- أسهم ممتازة مشتركة الربح: وهي الأسهم الممتازة التي يستفيد حاملها من الأرباح المتبقية من حملة الأسهم العادية³.

ب. أسهم ممتازة قابلة للاسترداد: وهي الأسهم التي يمكن للمؤسسة شراؤها مرة أخرى في وقت لاحق بسعر استدعاء محدد. إذ يعتبر استدعاء الأسهم الممتازة مفيداً عندما تنخفض أسعار الفائدة نظراً لأن لدى المؤسسة خيار إيقاف دفع أرباح الأسهم بمعدل أصبح مرتفعاً من خلال إعادة شراء الأسهم الممتازة التي تم إصدارها عندما كانت أسعار الفائدة على السندات مرتفعة، على عكس السندات، نادراً ما يكون للأسهم الممتازة تواريخ استحقاق مرتبطة بها⁴.

ج. أسهم ممتازة قابلة للتحويل: هذا النوع من الأسهم تعطي الحق لحاملها باستبدالها بأسهم عادية عندما يرى ذلك مناسباً ووفق الشروط المحددة بقرار إصدار هذه الأسهم⁵.

قد تجمع الأسهم الممتازة بين أكثر من هذه الأنواع، قد تكون قابلة للاسترداد ومتراكمة في الوقت نفسه.

¹ Jae K ,and other, *Schaum's outline- Financial management-*, 3ed, McGraw- Hill companies, United States of america, 2007, p374.

² Ibid, p374.

³ عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، برنامج العلوم الإدارية-التمويل والإدارة المالية-، جامعة السودان المفتوحة، السودان، 2005، ص38.

⁴ Jae K , and other *op.cit.*p375.

⁵ جمال اليوسف، فواز الحمودي، المرجع السابق، ص319.

4. الآثار المترتبة عن التمويل بالأسهم الممتازة: تتميز عملية التمويل عن طريق الأسهم الممتازة بالعديد من المزايا بالنسبة للمؤسسة المصدرة، رغم كثرة هذه المزايا إلا أن الأسهم الممتازة لديها عيوب ونقائص، سنحاول ذكر أهم المزايا والعيوب:¹
- أ. المزايا المترتبة عن التمويل بالأسهم الممتازة: هناك عدة مزايا تترتب عن التمويل بالأسهم الممتازة نذكر منها ما يلي:
- لا تفقد المؤسسة السيطرة إذا ما أصدرت أسهم ممتازة وذلك لأن حملتها ليس لهم الحق في التصويت مثل الأسهم العادية؛
 - عدم وجود ضمانات، أي لا تحتاج المؤسسة إلى رهن أصولها عند إصدار الأسهم الممتازة، مثلما تفعل مع القروض؛
 - المؤسسة ليست ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات للأرباح في كل سنة تتحقق فيها الأرباح؛
 - توزيعات الأرباح تكون محدودة بمقدار معين؛
 - لا تحمل تاريخ استحقاق محدد.
- ب. عيوب التمويل بالأسهم الممتازة: من أهم العيوب ما يلي:
- يلزم حامل الأسهم الممتازة المؤسسة بدفع أرباح محددة سنوياً سواء حققت المؤسسة أرباحاً أو لم تحققها؛
 - تكلفة إصدار الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة إصدار السندات.

ثالثاً: المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في التمويل

يمكن المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة كطريقة من طرق التمويل من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(03): المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة كطريقة من طرق التمويل

| الأسهم الممتازة | الأسهم العادية | |
|---|--|-----------------------------|
| هي أقل تكلفة من الأسهم العادية . أرباحها محددة بنسبة مئوية، وغالباً ما يقبل المساهمون عليها بالرغم من انخفاض النسبة وذلك لصفة تجميع الأرباح وللأمان الذي تتصف به. | أكثر تكلفة من الأسهم الممتازة والسندات لأنها تشترك في كل الفوائد | 1. تكاليف رأس المال الإضافي |
| الأسهم الممتازة قد لا تتمتع بحقوق التصويت، أو يكون لديها حقوق تصويت محدودة. | تعطي حق التصويت لحاملها، فإذا كان الشراء من مستثمرين خارجيين فقد تضيع الرقابة على المشروع. | 2. التضحية بالرقابة |
| ليس هناك إلزام قانوني بدفع أرباح | إذا لم تحقق المؤسسة أرباحاً فليس هناك | 3. الالتزام بدفع نقود |

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2007، ص85.

| | | |
|---------------------------|--|--|
| دورية | التزام بدفع نقود. | للأسهم الممتازة (بعكس القروض أو السندات). |
| 4. طول مدة احتياج الأموال | ليس هناك مدة محددة ولا تعطي المؤسسة أية وعود برد القيمة، فإذا أراد صاحب السهم الحصول على قيمة الأسهم يكون ببيعها في السوق. | تستطيع المؤسسة أحيانا رد قيمة الأسهم الممتازة إذا رأت حاجة إلى ذلك. وتتشابه مع الأسهم العادية إذا ما أرادت الحصول على الأموال تقوم ببيع أسهمها |
| 5. قيود على حرية الإدارة | لا تضع قيودا على حرية الإدارة في التصرف. | - لا يمكن للإدارة دفع أرباح للأسهم العادية إذا كان مستوى الربح منخفضا. - أحيانا ضرورة موافقة أصحاب الأسهم الممتازة على بيع الأصول أو تأجيرها. - منع إصدار سندات أو أسهم ممتازة أخرى جديدة. |
| 6. ضمان أصول | ليس هناك ضمان أصول في حالة إصدار أسهم عادية، وعادة يعتبرون ملاك المؤسسة . | ليس هناك ضمان. |

المصدر: عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص ص 297-298.

المطلب الثاني: التمويل عن طريق السندات

سنتعرف من خلال هذا المطلب على السندات من حيث التعريف والأنواع والآثار.

أولا: تعريف السندات وخصائصها

1. تعريف السندات: يمكن وضع تعريف مجموعة من تعريفات السندات كما يلي:

- يعرف السند هو أداة من أدوات الدين الذي تستخدمه المؤسسة للحصول على التمويل، ويعتبر وثيقة قانونية تثبت أن مالك السند مقرض لمصدر السند، وهو نوع من الاستثمار يأتي لمالكة بدخل ثابت أو متغير، حيث يتعهد المصدر بأن يدفع لحامل السند كوبون محدد مسبقا بطول مدة السند، وأن يرد رأس المال المستعار في تاريخ استحقاق السند¹؛

¹ أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في بورصة -صناديق الاستثمار- أسواق رأس المال-الخطوات العملية والثغرات القانونية-، ط1، دار إيتراك، القاهرة، مصر، 2008، ص 21.

- يمكن تعريفه أيضا على أنه ورقة مالية قابلة للتداول وتمثل دينا بفائدة ثابتة تصدرها المشروعات، ويكون المشروع ملزما برد أصل المبلغ والفوائد حتى وإن حقق المشروع خسائر¹؛
ويمكن القول أنه وثيقة مكتوبة تحمل صفة قانونية وتتضمن وعد من المؤسسة ذاو هيئة رسمية بتسديد مبلغ عد حلول أجل استحقاقه، بالإضافة إلى دفع مبالغ محددة على فترات متتالية تمثل الفائدة.

2. خصائص السندات: ومن أهم خصائص السند:²

- يعتبر السند من الديون طويل الأجل التي يجب على المؤسسة الوفاء بها؛
- للسند قيمة اسمية وهو المبلغ الأصلي الذي يستعيره المصدر والذي يجب أن يرد عند استحقاق السند ومعدلات فائدة التي تعبر عن المبلغ الذي يجب دفعة من قبل المصدر إلى حامل السند كفائدة عن القرض المستعار ويمكن أن يكون ثابتا أو متغير سواء في حالة ربح المؤسسة أو خسارتها، وموعد استحقاق وهو تاريخ المتفق عليه لرد رأس المال المستعار، وضمانات إن وجدت؛
- له حق الأولوية في حالة الإفلاس فيكون في أول القائمة، أي يتقدم حامل السندات على حملة الأسهم في استيفاء قيمة السندات عند تصفية المؤسسة؛
- ليس له الحق في المشاركة في الجمعيات العمومية للمساهمين؛
- قابلة السندات للتداول عبر الاسواق المالية، أي يسمح للمستثمرين من شراء وبيع السندات بسهولة في الأسواق الثانوية.

ثانيا: أنواع السندات

هناك عدة أنواع للسندات سيتم سردها فيما يلي:

1. أنواع السندات طبقا لجهة الإصدار: يمكن تقسيم السندات باعتبار الجهة التي تصدرها إلى الأنواع التالية:³

- أ. **سندات منشآت الأعمال:** تعتبر صكوك دين تطرح في سوق المال لآجال طويلة تتراوح عادة بين خمس سنوات وثلاثون سنة، وتصدرها مؤسسات القطاع الخاص لحصول على تمويل طويلة الأجل.
- ب. **السندات الحكومية:** هي صكوك مديونية متوسطة وطويلة الأجل تصدرها الحكومات في مختلف البلدان عن طريق البنك المركزي، وهي سندات متساوية القيمة تمثل دينا مضمونا من طرف هذه الدول لتغطية مصاريفها من الإنفاق العام وتمويل عجز ميزانية الحكومة عندما يكون انفاقها أكبر من إيراداتها، أو استعمال هذه السندات كأداة للسياسة النقدية لامتناس السيولة وتقليل التضخم، وهي تنقسم بدورها إلى:

¹ منال السعدي، وآخرون، الاستثمار والتمويل - سيكولوجية المتعاملين في أسواق المال استخدام منهج التحليل الفني-، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2014، ص 40.

² أبو ناصر عصام، أسواق الأوراق المالية - البورصة في ميزان الفقه الإسلامي-، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006، ص 70.

³ السيد متولى عبد القادر، المرجع السابق، ص141.

- **السندات الادخارية:** وهي سندات تصدرها وزارة الخزانة، غير قابلة للتداول لا يمكن بيعها ولا شرائها فبمجرد ما يقوم المستثمر بشرائها، فإنه لا يستطيع بيعها ولا حتى رهنها، ويرتبط معدل الفائدة على السندات الادخارية طرديا بطول فترة الاحتفاظ بها، فإذا احتفظ المستثمر بالسند حتى تاريخ الاستحقاق وهو عادة خمس سنوات أو عشر سنوات من تاريخ الإصدار يكون له الحق في استرداد قيمته الاسمية بالكامل.

- **سندات بدون كوبون:** فقد يرغب الكثير من صغار المستثمرين في توجيه أموالهم إلى شراء سندات حكومية لانخفاض مستوى المخاطر المرتبطة بها إلا أنهم قد لا يقدمون على هذا النوع من السندات، لقلّة الموارد المالية المتاحة.

2. أنواع السندات من حيث شكل الإصدار (ملكية السند): ويمكن تقسيمها إلى:¹

أ. **سندات لحاملها:** وهي السندات التي لا تحمل اسم حاملها ويتم نقل ملكيتها ببساطة من شخص إلى آخر بمجرد التسليم، يتضمن هذا النوع من السندات مخاطر إضافية، حيث إذا فقد المالك الحالي السند قد يكون الشخص الذي يجده قادرا على المطالبة بالدفع.

ب. **سندات الاسمية أو المسجلة:** وهي السندات التي تسجل باسم صاحبها، ويتم تقييد ذلك في سجلات المؤسسة ويتم التنازل عن السند كتابة عند بيعه في السوق المالي حيث يتم تفويض الوسيط كتابيا لبيع السند، هذا النوع من السندات أكثر أمانا في حالة الضياع.

3. أنواع السندات من حيث الأجل: تنقسم إلى ما يلي:²

أ. **سندات قصيرة الأجل:** وهي السندات ذات فترة استحقاق قصيرة والتي لا تتجاوز مدتها سنة واحدة، ويعتبر هذا النوع من السندات من أداة التمويل قصيرة الأجل، وتتمتع هذه السندات بمجموعة من الخصائص كسهولة التداول في سوق النقد، ودرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، ولهذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا، ومن أمثلتها: سندات الخزانة التي تتراوح مدتها بين 90 يوما إلى عام كامل،

ب. **سندات متوسطة الأجل:** وهي السندات ذات فترة استحقاق تتجاوز السنة إلى سبع سنوات، وتكون معدلات الفائدة عليها أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل.

ت. **سندات طويلة الأجل:** وهي السندات التي تزيد فترة استحقاقها على سبعة سنوات، وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل تستخدم لتمويل المشاريع الكبيرة، ولهذا تتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل ومن أمثلتها: السندات العقارية.

¹ محمد طنبب، محمد عبيدات، المرجع السابق، ص 148.

² شحاتة عبد المنطلب حسن أحمد، مدي مشروعية التعامل في الأسهم والسندات من منظور إسلامي، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات، المجلد 05، العدد 02، كفر الشيخ، 2018، ص 398.

4. أنواع السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمة السند: يتم تصنيف السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها:¹

أ. **السندات الدائمة:** وهي السندات التي لا تحمل تاريخ استحقاق محدد، ويعني ذلك أنها يمكن أن تظل سارية طوال فترة غير محددة، والوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا السند هو بيعه لشخص آخر، وهذا لا يمنع المؤسسة المصدرة من شراء السندات التي أصدرتها من السوق مباشرة.

ب. **السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد:** هي سندات مستحقة للدفع في تاريخ معين في المستقبل، وفي هذا التاريخ يتقدم حامل السند إلى المؤسسة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

ج. **السندات القابلة للاستدعاء:** هي سندات تعطي للجهة المصدرة الحق في استدعائها أو استردادها قبل تاريخ استحقاقها، وتقوم المؤسسة المصدرة بممارسة حق الاستدعاء إذا تغيرت الظروف وخاصة سعر الفائدة السائدة في السوق.

د. **السندات ذات العائد الصفري:** هذا النوع من السندات لا يدفع فوائد دورية وإنما يحصل المستثمر على فوائد عند تاريخ الاستحقاق أو عند بيع السند، والفرق بين سعر البيع والقيمة الاسمية يمثل العائد على الاستثمار.

هـ. **السندات ذات معدل الفائدة المتحرك:** يتم في هذا النوع من السندات تعديل معدل الفائدة بصورة دورية لكي يعكس أثر التضخم، لأن التضخم يجعل الفائدة المتفق عليها غير كافية لتعويض المستثمر.

و. **السندات الرديئة:** يقصد بها تلك السندات التي ترفع مقدار المخاطرة المرتبط بالعائد المتحقق، ويلاحظ أن بعض المستثمرين يختارون الاستثمار في هذا النوع من السندات بحثاً عن عائد أعلى.

ز. **السندات القابلة للتحويل:** يعني أن هذا النوع من السندات يمكن تحويلها إلى أسهم عادية في المؤسسة المصدرة، ويكون إما تحويل اختياري أي نابع من رغبة حامل السند، أو تحويل اجباري عن طريق استدعاء حملة تلك السندات من قبل المؤسسة المصدرة.

ثالثاً: الآثار المترتبة عن التمويل بالسندات

إن الآثار المترتبة على التمويل عن طريق السندات تختلف عن التمويل عن طريق الأسهم، وبالتالي فإن مزايا ومخاطر التمويل عن طريق السندات كالآتي:²

1. **مزايا السندات بالنسبة للشركة المصدرة للسند:** من الميزات الأساسية للسند:
 - تحقيق وفورات ضريبية حيث تستطيع المؤسسة خصم الفوائد المدفوعة على السندات من الضرائب التي تدفعها للحكومة باعتبار تلك الفوائد من النفقات؛
 - إعطاء الحرية لإدارة المؤسسة في اتخاذ القرارات، ذلك أن حامل السند لا يجوز له التصويت في الجمعية العمومية أو التدخل في الشؤون العمومية للمؤسسة؛

¹ السيد متولى عبد القادر، المرجع السابق، ص 142.

² أسعد حميد العلي، الإدارة المالية - الأسس العلمية والتطبيقية -، ط4، دار وائل، عمان، الأردن، ص ص 270-271.

- حتى لو حققت المؤسسة أرباحاً كبيرة فإن طبيعة التزاماتها تجاه حملة السندات ثابتة؛
 - تعتبر السندات ذات تكاليف منخفضة؛
 - المرونة، حيث تستطيع المؤسسة التي أصدرت سندات أن تستغل مصادر التمويل الأخرى مثل القروض المصرفية أو إصدار أسهم عادية جديدة.
2. عيوب السندات بالنسبة للمؤسسة المصدرة للسند: من أهم عيوب السندات بالنسبة للمؤسسة المصدرة لها هي:

- يجب على المؤسسة دفع التزامات ثابتة لحملة السندات في تاريخ محدد، وبالتالي فهي تمثل مخاطرة كبيرة على المؤسسات التي تواجه تقلبات كبيرة في إيراداتها؛
- تقيد المؤسسات التي رهنّت بعض أو كل موجوداتها لحملة السندات في التصرف بهذه الموجودات؛
- سنوياً تترك المؤسسة مبالغ كبيرة من أرباحها لتسديد قيمة السندات ودفع الفوائد المستحقة عليها مما يؤثر على سيولة المؤسسة؛
- بما أن مدة استحقاق السندات قد تكون طويلة نسبياً، فقد تمر المؤسسة بظروف سيئة بعد مدة تضعفها عن سداد التزاماتها السندات المستحقة.

رابعاً: المقارنة بين الأسهم والسندات

- تختلف الأسهم بشكل جذري على السندات، ويمكن وضع مقارنة الأسهم والسندات كما يلي:¹
- السندات دين على المؤسسة المصدرة، بينما الأسهم جزء من رأسمالها؛ أي حاملي السندات هم دائنو المؤسسة، بينما حاملو الأسهم أصحابها؛
 - يحصل حاملو السندات على فائدة محددة مسبقاً، بينما يحصل المساهمون على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم، وحجم هذه الأرباح؛
 - يحصل حاملو السندات على فوائد يغض النظر عن توافر أو حجم هذه الأرباح، في حين يحصل حاملو الأسهم على أرباح عند تحقيق المؤسسة أرباح؛
 - عند تصفية المؤسسة يستوفي السندات حقوقهم قبل حملة الأسهم؛
 - للسندات أجل محدد يتوجب على المؤسسة خلاله أن تسدد قيمتها لأصحابها، بينما الأسهم ليس لها أجل محدد لأنها ترتبط بوجود المؤسسة؛
 - ليس لحاملي السندات الحق في المساهمة بإدارة المؤسسة، بينما الأسهم فإنهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة المؤسسة؛
 - تعتبر فرائد السندات من النفقات أي أنها لا تخضع للضريبة، أما عوائد الأسهم فإنها تخضع للضريبة.

¹ بلعزوز بن علي، محمدي الطيب أحمد، المرجع السابق، ص 177-178.

المطلب الثالث: التمويل عن طريق الأدوات المشتقة

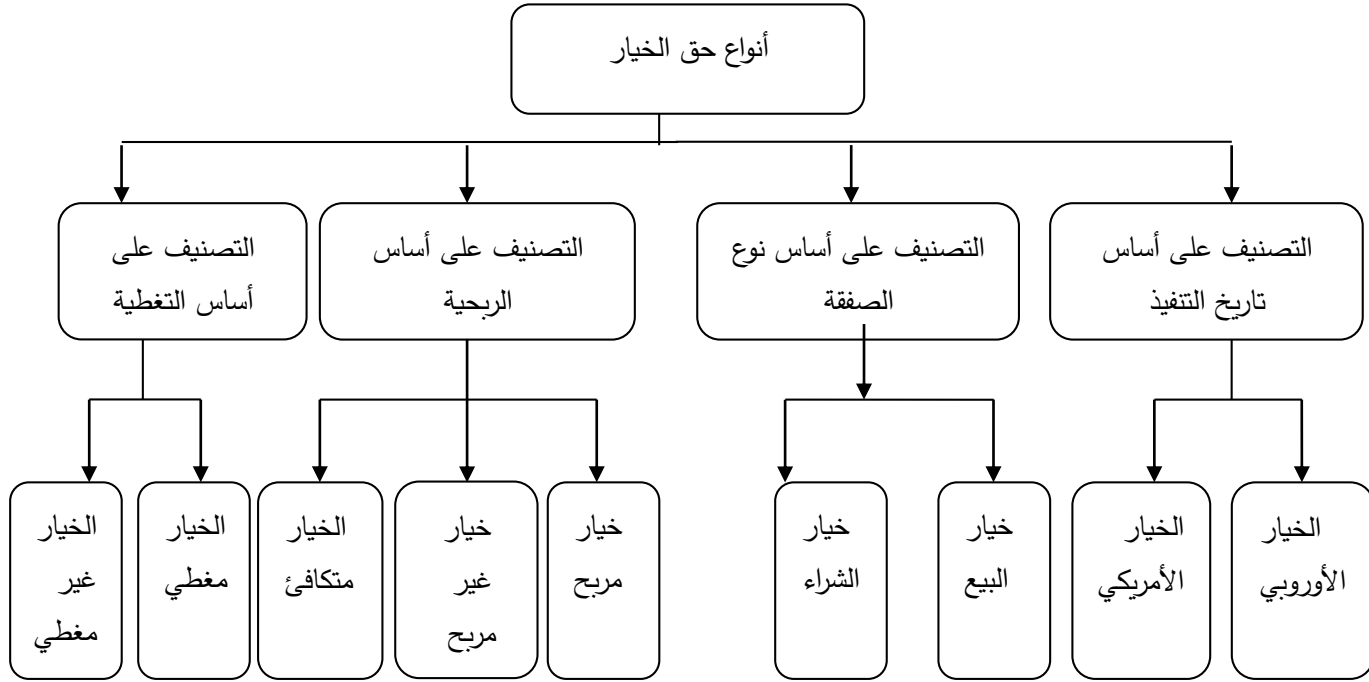
الأدوات المشتقة هي أدوات مالية يتم تداولها في السوق المالي، وتعتبر المشتقات عقود تستمد أو تشتق قيمتها من قيمة أصل معين (الأصل الذي يكون موضوع العقد)، والأصل هنا والذي يكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم، السندات، السلع، عمولات ومؤشرات.....الخ، وتسمح هذه المشتقات المالية بتحقيق مكاسب أو خسائر للمستثمر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد¹، ومن أهم استخدامات المشتقات المالية هي التحوط ضد مخاطر، زيادة الربح، وتنويع المحفظة المالية، وسنحاول تقديم أهم هذه المشتقات:

أولا: عقود الخيارات

تدخل الخيارات ضمن عقود البيع آجلة التنفيذ، ولاسيما عقود المستقبلات التي تجري في الأسواق المالية المنظمة، لتحرر صاحبها من تبعية الالتزام بما ألزم به نفسه في تلك العقود من شراء أو بيع، وذلك مقابل علاوة يدفعها إلى العاقد الآخر ليمنحه هذا الخيار. كما يمكن للخيارات، وهذا حالها في الواقع، أن تنشأ مستقلة عن التزام تعاقد سابق، لتتضمن بطبيعتها اتفاقا على إجراء شراء مستقبلي محتمل. و يمكن تعريف الخيار بشكل مبسط بأنه: اتفاقية تعاقدية يمنح بموجبها البائع (محرر الخيار) الحق وليس الالتزام للمشتري (صاحب الخيار) ببيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية بسعر محدد سابقا يسمى سعر التنفيذ، في تاريخ مستقبلي محدد أو في أي وقت خلال فترة سيران العقد، مقابل علاوة منفق عليها ولا تكون هذه العلاوة قابلة للرد سواء تم التنفيذ أو لم يتم تنفيذه². ويمكن تقسيم عقود الخيارات كما في مخطط التالي:

¹ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية- المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص5.
² عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 27، العدد03، جامعة الملك عبد العزيز، 2014، ص8.

الشكل رقم (12): رسم تخطيطي لأنواع الخيارات



المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد على دراسات سابقة.

1. التصنيف على أساس تاريخ التنفيذ: يمكن تقسيمه إلى:¹

- أ. الخيار الأمريكي: وهو عقد يمنح لحامل الخيار الحرية في أن يمارس حقه في الاختيار وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد.
- ب. الخيار الأوروبي: وهو عقد يكون فيه لحامل الخيار الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ الاستحقاق أي تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

2. التصنيف على أساس نوع الصفقة: ويمكن تصنيفها إلى:

- أ. خيار الشراء: وهو عقد يعطي مشتريه الحق وليس الالتزام في شراء عدد محدد من الأوراق المالية، ويلزم بئحه ببيع هذه الأوراق المالية عند طلب المشتري، خلال فترة متفق عليها وبالسعر المتفق عليه أيضا، وينتج المشتري إلى شراء خيار الشراء عندما يتوقع ارتفاع الأسعار الأوراق المالية مستقبلا، فهذا المشتري الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لورقة مالية (ما) يرغب في شرائها مستقبلا أي عند ارتفاع سعرها، يعتمد إلى امتلاك خيار يعطيه الحق في شراء تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه وبسعر متفق عليه مقدما عادة ما يكون هو السعر الجاري في تاريخ إبرام الاتفاق، في مقابل مكافأة أو علاوة يدفعها مشتري الخيار لمحرر الخيار؛ ففي حالة ارتفاع سعر الأوراق المالية يقوم بشراء هذه الأوراق المالية من أجل تحقيق أرباح إذا ما

¹ طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص ص 44-45.

قام ببيعها في السوق، أما في حالة انخفاض سعر الأوراق المالية فإن مشتري الخيار لا يقوم بشراء هذه الأوراق المالية ويقوم بخسارة مبلغ العلاوة فقط¹.

ب. **خيار البيع:** هو عقد يعطي صاحبه حق بيع أوراق مالية معينة (أو أي أصل آخر) بسعر محدد مسبقاً وخلال فترة زمنية محددة، ويلزم مشتريه بشراء تلك الأوراق (الأصل) بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة، مقابل استلام علاوة من البائع، ويميل إلى شراء خيار البيع أولئك المشترون الذين يتوقعون انخفاض الأسعار. وعند حلول الأجل أما أن ينفذ البائع الخيار أو يرفضه استناداً للمستوى العام للأسعار في السوق².

3. **خيار على أساس التغطية:** ويمكن تقسيمه إلى³:

أ. **خيار المغطي:** ويقصد أن يكون المحرر (بائع الخيار) في خيار الشراء مالكا للأصل موضوع العقد ويرغب في توليد إيرادات من استغلال تقلبات أسعاره، فبمجرد بيعه لحق الشراء يقوم بتسليم الأصول محل العقد عندما يقرر مشتري الخيار ممارسة حقه في الشراء.

ب. **خيار غير مغطي:** ويقصد به أن محرر هذا الخيار عندما يحزر خيار الشراء لا يكون لديه ملكية الأصول موضوع العقد التي هو ملزم ببيعها، وإنما يحزر عليها خيار بنية أن يقوم بشرائها من السوق، وتسليمها للمشتري عندما يقرر مشتري الاختيار ممارسة حقه في الشراء.

4. **التصنيف على أساس الربحية:** يتم التصنيف على هذا الأساس بناء على المقارنة بين سعر التنفيذ وسعر السوق للأصل محل التعاقد في الوقت الذي يتم فيه تنفيذ العقد، وفقاً لهذا التصنيف نجد وحسب هذا التصنيف نجد الأنواع الموضحة في الجدول الموالي⁴:

الجدول (04): أنواع الخيارات على أساس الربحية

| عقود خيار البيع | عقود خيار الشراء | البيان |
|-------------------------|-------------------------|-------------------|
| سعر السوق > سعر التنفيذ | سعر السوق < سعر التنفيذ | الخيار المربح |
| سعر السوق < سعر التنفيذ | سعر السوق > سعر التنفيذ | الخيار غير المربح |
| سعر السوق = سعر التنفيذ | سعر السوق = سعر التنفيذ | الخيار المتكافئ |

المصدر: سالم صلال الحسنوي، الإدارة المالية الحديثة، ط1، دار الرضوان، عمان، الأردن، 2018، ص195.

ثانياً: العقود الآجلة

وهي تلك العقود المالية التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية لشراء أو بيع أصول مالية أو سلع عند سعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد⁵، يجب تمييز هذه العقود عن الخيارات من حيث أنها لا تمنح

¹ بلعزوز بن علي، وآخرين، إدارة المخاطر - إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية-، ط1، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2013، ص102.

² المرجع نفسه، ص 105.

³ هشام سعدي خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص130.

⁴ سالم صلال الحسنوي، الإدارة المالية الحديثة، المرجع السابق، ص 195.

⁵ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2010، ص 109-110.

حامل العقد الحق، ولكنها تلزمه بشراء أو بيع الأصل المالي عندما تنتهي التسوية في تاريخ المستحق؛ وكذا لا يدفع أي من الطرفين مبلغا في البداية، لكن يحاول كل منهما معرفة ملاءة الآخر. يهدف هذا النوع من العقود إلى التحوط من المخاطر، المضاربة، والمراجحة. وتعتبر بنود هذا النوع من العقود خاصة بكل صفقة دون غيرها من الصفقات، وبالتالي فهي شخصية تخضع لاحتياجات المتعاملين في السوق، تبرز يوميا عقود كثيرة على أصناف متعددة من المنتجات مثل العقود الآجلة للسلع، الأسهم، المؤشرات، سنحاول عرض أهم عقدين:

1. العقود الآجلة لأسعار الصرف: يتم تداولها في سوق العملات الأجنبية مثل: سوق نيويورك التجاري، وسوق شيكاغو التجاري وغيرها من الأسواق الدولية، فيها يتم تداول عقود العملات بشكل يومي وعلى مدار الساعة، ويعتبر سوق تداول العملات أكبر سوق في العالم على الإطلاق، حيث تتجاوز كمية التداول اليومي 1.5 تريليون دولار، وبإمكان المستثمر أن يستثمر في العملات مباشرة من مصرف العملات، بحيث يقوم بشراء كمية معينة من عملة دولة بسعر صرف معين ومن ثم يقوم ببيعها في وقت لاحق بسعر أفضل، ولكن هذه الطريقة فيها الكثير من المخاطر بسبب حاجة المستثمر لشراء كميات كبيرة من العملة ليحقق كسبا مناسباً يغطي تكاليف صرف العملة وعمولة المصرف، لذا فإن المستثمرين المحترفين يقومون غالبا بتداول العملات في السوق العينية، أي يقومون بشراء العقود الآجلة للعملات¹.

2. العقود الآجلة لأسعار الفائدة: وهي عقود آجلة لأسعار الفوائد، حيث معدل الفائدة هو عبارة عن تكلفة استخدام المال الذي في يد المقترض، ويحدد كنسبة مئوية متفق عليها يدفعها المقترض غالبا في نهاية العام للمقرض. ولما لمعدل الفائدة من أهمية بالغة على الحركة الاقتصادية للبلاد، ونظرا لتقلباته المستمرة ظهرت الحاجة لتداوله في سوق العقود الآجلة من أجل حماية المشاريع التجارية الكبيرة من تقلبات معدل الفائدة. فقد تحتاج مؤسسة إلى ضمان سعر معين للفائدة بعد ستة أشهر عندما تبدأ بتمويل مشروع كبير لديها، وتخشى عليه من ارتفاع معدل الفائدة خلال الأشهر القادمة، فتقوم المؤسسة ببيع عقود آجلة لأحد منتجات معدل الفائدة. يجب أن يكون المستثمرون على دراية بالأحداث الاقتصادية والسياسية التي يمكن أن تؤثر على أسعار الفائدة².

ثالثا: العقود المستقبلية

العقود المستقبلية هي عقود تعطي لحاملها الحق وليس الإلزام في شراء أو بيع كمية محددة في نص العقد من أصل معين، (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم والتسليم في المستقبل، يلزم كل من طرفي التعاقد بإيداع نسبة من قيمة العقد (هامش مبدئي) لدي بيت السمسرة في شكل نقود أو أوراق مالية بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم مقدرة أحد الطرفين

¹ فهد عبد الله الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية، ط2، مطابع الهلال للأوفست، الرياض، 2006، ص ص 410-411.

² المرجع نفسه، ص412.

على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر¹. تنقسم العقود المستقبلية إلى عدة أنواع من العقود وفقا لنوع الأصل أو السلعة محل التعاقد، فهناك العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، والعقود المستقبلية على الصرف الأجنبي، والعقود المستقبلية على سعر الفائدة، والعقود المستقبلية على السلع، وتختلف العقود المستقبلية على العقود الآجلة في تطبقها الصارم للقوانين واللوائح، وفيما يلي عرض لكل من هذه الأنواع:²

1. العقود المستقبلية على سعر الفائدة: استخدمت في سنة 1975 لأول مرة بعد أن أدخلتها هيئة شيكاغو للتجارة في التعاملات، ويتم التداول في عقود المستقبلية لسعر الفائدة على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت لأن أسعار هذه الأوراق المالية شديدة التأثر بأسعار الفائدة الحالية لذا يشار إليها بمستقبلات سعر الفائدة وتحدد أسعار هذه العقود في ظل أسعار الفائدة، وترتبط قيمة العقد المستقبلي ارتباطا مباشرا بأسعار الفائدة وتغيراتها، فانخفاض سعر الفائدة يرفع قيمة العقد وهنا يربح المشتري ويخسر البائع، وارتفاع سعر الفائدة يعني انخفاض قيمة العقد، وهنا يخسر المشتري ويربح البائع.

2. العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: يقصد به العقود المستقبلية التي تخص مؤشر السهم، وتبعا لذلك يكون العقد بين الطرفين هما: البائع والمشتري على تسليم أو تسلم مبالغ تساوي الفرق بين قيمة المؤشر عند استحقاق العقد وسعر شراء العقد المستقبلي مضروبا بالمضاعف الذي يحدد حجم العقد، ولقد كانت بداية التعامل بمثل هذه العقود في سنة 1982 في الولايات المتحدة الأمريكية.

3. العقود المستقبلية على العملات: يقصد به عقد لشراء أو بيع عملة بمقدار محدد من العملة الأجنبية بسعر ثابت وفي تاريخ محدد في المستقبل وتغطي عقود مستقبلات العملة العملات الرئيسية مثل الدولار والين والباون.

4. العقود المستقبلية على السلع: القواعد التي تحكم العقود المستقبلية على السلع متشابهة مع القواعد التي تم عرضها سابقا، وذلك بالنسبة للسلع الممكن تخزينها فقط، إلا أن هناك اختلاف واحد وهو أن تكلفة الاحتفاظ بالسلعة عادة ما يكون أكبر من تكلفة الاحتفاظ بالأصل المالي. فبالإضافة إلى تكاليف الفائدة مثل الأصول المالية، فهناك تكاليف التخزين والتأمين وغيرها.

¹ مبارك بن سلمان آل فواز، الأسواق المالية- من منظور إسلامي-، ط 1، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد

العزیز، جدة، 2010، ص 85

² سرمد كوكب الجميل، المرجع السابق، ص 333.

رابعاً: المبادلات

هي اتفاق ملزم بين طرفين على تبادل قدر محدد من الأصول المالية أو العينية، تتحدد وفقاً له قيمة الصفقة آنياً على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق¹، ويوجد نوعين أساسيين في عقود المبادلة هما:²

1. **مبادلة أسعار الفائدة:** حيث يلتزم طرف ما بدفع نسبة فائدة ثابتة على أصل (مبلغ) وهمي خلال مدة معينة مقابل حصوله من الطرف الآخر على نسبة فائدة متغيرة على نفس الأصل وعلى مدى نفس الفترة. مثال عن ذلك: استبدال مؤسسة صناعية لقرض تحصلت عليه من بنك تجاري لمدة 10 سنوات بفائدة متغيرة مقابل قرض آخر بنفس المبلغ وعلى نفس المدة ولكن بسعر فائدة ثابت، الشيء الذي يسهل عليها تحديد مصاريفها المالية مسبقاً؛

2. **مبادلة أسعار الصرف:** حيث يلتزم طرف ما بدفع فائدة على أصل وهمي بعملة معينة وبالمقابل يتلقى فائدة على نفس الأصل بعملة أخرى. عادة ما يتم تبادل الأصل (المبلغ) محل العقد، أي لا يتم تسليمه في نهاية العقد. مثال عن ذلك: أن عقداً تبادلياً تم بين مؤسسة مستوردة للسلع وبنك تجاري على مبلغ وهمي قدره 1.2 مليون دولار أو 1 مليون يورو، تدفع بموجبه المؤسسة فوائد على الدولار بمعدل فائدة متغير مرتبط مثلاً بـ LIBOR، ويدفع البنك فوائد على اليورو بسعر فائدة ثابت 8% مثلاً.

¹ بلعزوز بن علي، محمدي الطيب أحمد، المرجع السابق، ص 151.

² محفوظ جبار، الأسواق المالية - استراتيجيات الاستثمار والتحوط-، المرجع السابق، ص ص 177-178.

خلاصة الفصل

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى القرار التمويلي في المؤسسات الاقتصادية، وقبل أن نتعرف على القرار التمويلي تطرقنا في البداية إلى اتخاذ القرار بصفة عامة بداية من تعريف القرار حتى مرحلة أو منهجية اتخاذ القرار من قبل المسير المالي مروراً بأنواع القرارات داخل المؤسسة، ثم القرار التمويلي، وكذا محددات القرار التمويلي كمية ونوعية ومحددات أخرى، ثم التطرق إلى كل من السوق النقدي في حالة ضعف سيولة السوق المالي وتحديد مؤسساته وأدواته المالية، وأخير سوق رأس المال في حالة جودة سيولة الأسواق المالية وكذا أدواته المالية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لتأثير
سيولة الأسواق المالية على القرارات
التمويلية في المؤسسات الصناعية
المدرجة في بورصة عمان.

تعتبر الأسواق المالية عنصر أساسي من مكونات نظام البناء المالي في أي نظام اقتصادي، وهي تعتبر مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام للبلاد، فكلما زادت سيولة هذه الأسواق المالية، كلما كانت الأسواق نشطة من حيث تبادل الأدوات المالية بكل يسر وسلاسة، وأصبحت المؤسسات تدرس سيولة هذه الأسواق من أجل اتخاذ قرارها التمويلي سواء الذهاب نحو وضع أدوات مالية للتداول داخل السوق السائلة، أو الذهاب إلى القروض وأموالها الخاصة في حالة انخفاض السيولة في السوق المالي.

بهذه استكمال القاعدة النظرية لموضوع الدراسة سنقوم في هذا الفصل بتوضيح العلاقة بين سيولة الأسواق المالية والقرارات التمويلية في المؤسسات الاقتصادية في بورصة عمان لدولة الأردن، وتم الاعتماد على بورصة عمان كونها من البورصات العربية النشطة في الآونة الأخيرة وكذا ارتفاع عدد المؤسسات المنتسبة إليها، وكذا سهولة الحصول على بياناتها المالية في مواقعها الانترنيت دون الحاجة إلى التنقل وأخذ البيانات.

ويمكن تقسيم الفصل الثالث إلى ما يلي:

المبحث الأول: الإطار التحليلي والقياسي المتبع في الدراسة؛

المبحث الثاني: دراسة وصفية لمتغيرات الدراسة باستخدام طريقة ACP؛

المبحث الثالث: دراسة قياسية لتأثير سيولة الأسواق المالية على القرارات التمويلية.

المبحث الأول: الإطار التحليلي والقياسي المتبع في الدراسة

قبل التطرق إلى الدراسة القياسية يتم أولاً التعريف بالمنهجية المستعملة في الدراسة، وكذا البورصة محل الدراسة -مجمع الدراسة-، التي يجب التعامل معها وكذا نوع المؤسسات -عينة الدراسة- التي يجب عليها أخذ بياناتها من أجل الدراسة وتم اختيار بورصة عمان (الأردن) لوجود المعلومات داخل شبكة الانترنت.

المطلب الأول: مدخل نظري للتحليل عن طريق المركبات الأساسية

يعتبر تحليل المعطيات مجموعة من التقنيات التي يتم بها معرفة خصائص أو مميزات الظاهرة الغامضة أو متداخلة في المعطيات، وهناك تقسيمات لتحليل المعطيات إلا أننا في دراستنا قمنا بالتركيز على تحليل المركبات الأساسية (ACP).

أولاً: تعريف التحليل عن طريق المركبات الأساسية

تعتبر طريقة المركبات الأساسية التي ترمز لها بالرمز (ACP)، من أقدم الطرق المستخدمة في التحليل الوصفي، حيث كان أول استخدام لها من طرف (Karl Pearson) سنة 1901 وفي سنة 1933 ضمها (Harold Hotelling) إلى الاحصاء الرياضي، وهي تحليل يعتمد على الدراسة الوصفية للمعطيات فهي لا تستند إلى الاحتمالات ولا فرضيات بل هي طريقة هندسية تستعمل جداول تحتوي في أعمدها متغيرات كمية أو ترتيبية وفي أسطرها يوجد أفراد والهدف الأساسي منها هو اختزال عدد كبير من المتغيرات في عوامل أو مركبات رئيسية¹، ويمكن تقديم التحليل بالمركبات الأساسية على انه تحليل متعدد المتغيرات، يستخدم لتحليل البيانات ذات العدد الكبير للمتغيرات التوضيحية نسبة إلى عدد المشاهدات، ويلجأ إلى هذا التحليل عندما تكون المتغيرات التوضيحية ذات ارتباط عالي وبالتالي تنشأ لدينا مشكلة التعدد الخطي، كما أن هذا النوع من التحليل يستخدم لتحديد الإسقاط الملائم للبيانات، والقيم الشاذة للبيانات².

ويمكن أيضاً القول أنه إذا كانت لدينا متغيرات مترابطة، وتم تحويلها إلى مجموعة أصغر من الهياكل الفرضية غير المترابطة والمرتبطة، فإن هذه العملية تعرف بتحليل المركبات الأساسية، يعتبر تحليل المركبات الأساسية كتوصيل خطي للمتغيرات الملاحظة بأوزان مثلي، حيث يقوم بتقدير هيكل الترابط بين المتغيرات. ويسعى أيضاً إلى انشاء نظام احداثي جديد³.

¹ صواليبي صدر الدين ، تحليل المعطيات، دار هومة، الجزائر، 2012، ص 17.

² دجلة ابراهيم العزاوي، زينة عبد القادر، مقارنة الأساليب المستخدمة في تحديد المركبات الأساسية مع تطبيق عملي، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 13، العدد 45، 2007، ص 2.

³ Wissam Yousef saleem abu khater, *Using Principal Analysis in Functional Data*, thesis of M sc, in Applied Statistics, Faculty Of Economics and Administrative Sciences, Al Azhar University Gaza, 2017, p p 43-44.

من أهم أهداف طريقة المركبات الأساسية ما يلي:¹

- استخراج أهم المعلومات من جدول البيانات الكبير الذي يحتوي على أسطر وأعمدة أي تسهيل قراءة الجداول ذات الأبعاد الكبيرة؛
- ضغط حجم مجموعة البيانات عن طريق الاحتفاظ بالمعلومات المهمة فقط؛
- تبسيط وصف مجموعة البيانات؛
- تحليل بنية الملاحظات والمتغيرات؛
- ضغط البيانات من خلال تقليل الأبعاد، دون فقدان الكثير من المعلومات.

ثانياً: جدول المعطيات الأساسية

يتم وضع المعطيات عن طريق التحليل بالمركبات الرئيسية التي لها علاقة بالمتغيرات الكمية متجانسة عموماً فيما بينها في جميع الحالات.

فطريقة التحليل بالمركبات الرئيسية تطبق على جدول ذو بعدين متقاطعين:

- سطور الجدول: تمثل الأفراد مرقمة من 1 إلى n؛

- أعمدة الجدول: تمثل المتغيرات الكمية من x_1, x_2, \dots, x_p .

عند تقاطع السطر "i" والعمود "j" نتحصل على قيمة المتغير "X_j" عند الفرد "i"

حيث $i=1,2,\dots,n$ $j=1,2,\dots,p$

الجدول (05): يمثل جدول معطيات المركبات الأساسية

| المتغيرات الأفراد | x_1 | x_2 | x_j | x_p |
|----------------------|----------|----------|----------|----------|
| 1 | r_{11} | r_{12} | r_{1j} | r_{1p} |
| 2 | r_{21} | r_{22} | r_{2j} | r_{2p} |
| ⋮ | ⋮ | | | |
| i | | | | |
| N | r_{n1} | r_{n2} | r_{nj} | r_{np} |

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد على دراسات سابقة

¹ Sidharth M , and other , **Multivariate Statistical Data Analysis- Principal Component Analysis, (PCA)**, International Journal Of Livestock Research, V07, N 05, 2017, p 63.

ثالثاً: شروط التحليل عن طريق المركبات الأساسية

هناك عدة شروط يجب توفرها في تحليل عن طريق المركبات الأساسية هي كالتالي:¹

1. **عدم وجود مشكل التعدد الخطي:** أي عدم وجود ارتباط قوي جدا بين متغيرات الدراسة ويقاس ذلك عن طريق محدد مصفوفة الارتباط، حيث يجب أن يكون محدد قيمة مصفوفة الارتباط أكبر من واحد من مئة ألف أما إذا كانت قيمة المحدد أقل فهذا يعني وجود مشكل تعدد خطي بين المتغيرات ومن أجل التخلص على هذا الاشكال يتم إزالة المتغيرات التي لها ارتباط قوي جدا، ويرجع إزالة المتغيرات إلى صاحب الدراسة حسب موضوعه أو حسب الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع.

2. **كفاية حجم العينة:** ويتم الحكم على مدى كفاية حجم العينة عن طريق اختبار يدعى (KMO Test)، فإذا كانت قيمة اختبار KMO أكبر من 50% دلّ على أن حجم العينة كاف، ويمكن الاعتماد على نتائجها في التحليل، أما إذا كانت قيمة الاختبار أقل من 50% دلّ على أن حجم العينة غير كاف، وبالتالي من الضروري حل المشكلة وذلك من خلال زيادة حجم العينة بزيادة عدد المشاهدات لتحقيق فرضية كفاية حجم العينة.

3. **كفاية حجم العينة للمتغيرات:** ويتم الحكم على مدى كفاية حجم العينة من خلال مصفوفة تدعى بمعكوس صور مصفوفة الارتباط (Anti-image Correlation Matrix) حيث يتم مقارنة قيم قطر هذه المصفوفة بالقيمة 50% فإذا كانت أكبر أو تساوي هذه القيمة دلّ ذلك على كفاية حجم العينة للمتغير والعكس صحيح، ويكون حينها المتغير عرضة للاقتصاد من التحليل.

4. **مصفوفة الارتباطات لا تمثل مصفوفة الوحدة:** ويقصد به أن مصفوفة الارتباطات يجب أن لا تمثل مصفوفة الوحدة، أي أن معاملات الارتباط بين المتغيرات تختلف عن الواحد أي لا تساوي 1، ويتم اختبار هذه الفرضية عن طريق اختبار بارتليت (Bartlett's Test) فإذا كان مستوى معنوية هذا الاختبار أقل من 5% نقول أن مصفوفة الارتباط ليست مصفوفة الوحدة والعكس صحيح.

يمكن تلخيص منهجية التحليل عن طريق المركبات الأساسية في النقاط التالية:²

حساب مركز ثقل الجداول؛

ترجيح المتغيرات؛

حساب المصفوفة V؛

حساب القيم الذاتية والأشعة الذاتية؛

¹ بن حبيب طه، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر -دراسة تحليلية قياسية لحالة الدول العربية خلال الفترة 1995-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017، ص 117.

² وشة يحيى، عدوكة لخضر، التحليل بواسطة المركبات الأساسية كأداة لاتخاذ القرار، مجلة الابتكار والتسويق، العدد 03، 2015، ص 56-58.

المطلب الثاني: مدخل نظري لبيانات البائل

هناك عدة مصطلحات تطلق على بيانات البائل أو البيانات الطويلة أو بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو حزمة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية المجمعة وباللغة الأجنبية (Panel Data) أو (Longitudinal Data)

أولاً: تعريف وأهمية بيانات البائل

سيتم هنا عرض تعاريف بيانات البائل وكذا أهمية بيانات البائل

1. تعريف بيانات البائل

يمكن تعريف بيانات البائل كما يلي:

يمثل تحليل البيانات الطويلة تزاوجاً أو اندماجاً أو تطابقاً بين بيانات الانحدار والسلاسل الزمنية¹، حيث تبين بيانات الانحدار سلوك عدد من المفردات أو وحدات المقطع العرضي عند فترة زمنية معينة، هذا الجزء الأول من البيانات، أما الجزء الثاني من بيانات السلاسل الزمنية فتصف سلوك مفردة أي وحدة مقطعية خلال فترة زمنية معينة، فالمزيج بين هذه الخاصيتين أي دمج البيانات المقطعية مع البيانات الزمنية تمثل بيانات البائل.

إن مصطلح بيانات بائل أو ما تعرف أيضاً ببيانات السلاسل الزمنية المقطعية، وهي مجموعة من المشاهدات (كمية كانت أم نوعية)، والتي تقوم بها مجموعة من الأفراد على مدى فترات زمنية محددة².
بيانات بائل هي عبارة عن مجموعة ملاحظات الفردية أي مشاهدات لأفراد (دول، مؤسسات... الخ)، بحيث أنها تسمح للباحث في نمذجة أو دراسة الاختلافات والفوارق لسلوك الأفراد على مدى فترة من الزمن³.
وبالتالي يمكن القول أن بيانات بائل هي مجموعة من المشاهدات ثنائية الأبعاد بعد فردي وبعد زمني، وبالتالي تكون كم هائل من المعلومات، مما يسمح لنا بدراسة سلوكيات والاختلافات وفوارق الأفراد فيما بينهم عبر الزمن، سنحاول تقديم مثال بائل مبسط لدراسة يتضمن بعض قواعد البيانات سلاسل زمنية وبيانات مقطعية بنفس التوقيت وتسمى بحزم بيانات السلاسل الزمنية المقطعية المجمعة: مثل بيانات عشرة دول خلال الفترة: 1990 - 1999 للمتغير $Y = \text{GDP}$ ، فقاعدة البيانات تتضمن قيمة الناتج المحلي الإجمالي GDP لكل للدولة في عام 1990 يتبعها GDP لنفس الدولة في عام 1991 وهكذا، خلال الفترة T سنة وبذلك يكون عدد المشاهدات الكلية NT للمتغير Y، وسوف تستخدم الرمز Y_{nt} لتشير إلى مشاهدات المتغير للدولة n في الزمن t.

¹ Edward W. Frees, *Longitudinal and panel data analysis and applications in the social sciences*, 1ed, Cambridge University Press, Cambridge, UK; New York, 2004, P2.

² بدرابي شهباز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم الاقتصاد النقدي والمالية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015، ص 201.

³ Greene, William, *econometric analysis*, 5 ed, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, 2002, P 284.

جدول رقم (06): بيانات سلاسل زمنية مقطعية مجمعة: بيانات اقتصادية لبعض الدول

| Name | code | year | gdp | save | pop |
|------------|------|------|------|------|-----|
| Albania | 1 | 1990 | 6.0 | 1.6 | 1.5 |
| ↓ | | | | | |
| Albania | 1 | 1999 | -1.7 | 2 | 1.1 |
| Algeria | 2 | 1990 | 2.3 | 27.5 | 1,5 |
| ↓ | | | | | |
| Algeria | 2 | 1999 | 1.4 | 31.7 | 2.1 |
| Angola | 3 | 1990 | -2.4 | 28.7 | 3.1 |
| ↓ | | | | | |
| Angola | 3 | 1999 | -2.9 | 29.7 | 2.9 |
| Bangladesh | 10 | 1990 | 0.4 | 9.7 | 2.0 |
| ↓ | | | | | |
| Bangladesh | 10 | 1999 | 2.6 | 16.7 | 1.6 |

المصدر: خالد محمد السواعي، **Eviews والقياس الاقتصادي**، ط1، دائرة المكتبة الوطنية، عمان، الأردن، 2012، ص 35-36

2. أهمية بيانات البائل

- وتكتسب بيانات البائل أهميتها من كونها تأخذ بعين الاعتبار تأثير تغير الزمن وتغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على نفس الوقت، ويختلف تحليل البائل على تحليل البيانات الزمنية أو البيانات المقطعية منفردة بعدد من طرق الايجابية يمكن إجمالها فيما يلي:¹
- التحكم في التباين الفردي الذي يظهر في حالة البيانات الزمنية لوحدها أو المقطعية لوحدها، والذي يمكن أن يوصلنا إلى نتائج متحيزة؛
 - تتضمن بيانات البائل محتوى معلومات أكثر من تلك التي في البيانات المقطعية أو الزمنية كل عن حدى، وهذا راجع تجمع بين مزايا البيانات المقطعية والزمنية، مما يعني الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى. كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر تتميز بيانات البائل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وبكفاءة أفضل؛
 - تساهم في الحد من احتمالية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات التي لا يمكن ملاحظتها، التي تؤدي عادة إلى تقديرات متحيزة غير الانحدارات المفردة.

¹لوصيف كميلية، المرجع السابق، ص ص 210-211.

ثانياً: النماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل

يتم الاستعانة في هذه الدراسة بأسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية من خلال تقدير نماذجها الثلاثة: النموذج التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة وأخيراً نموذج التأثيرات العشوائية.

1. نموذج الانحدار التجميعي: نموذج الانحدار التجميعي هو أبسط النماذج البيانات الطويلة ، حيث تكون جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية ، يكون فيه الأثر الفردي هو نفسه بالنسبة لجميع الأفراد تتماثل فيه وكذلك تماثل معاملات الانحدار للمتغيرات المفسرة بين الأفراد، ويهمل تأثير الزمن في النموذج، ويمكن تمثيل هذا النموذج بالصيغة التالية¹:

$$Y_{i,t} = \alpha + X_{i,t}\beta + u_{i,t} \quad i = 1,2 \dots \dots N \quad t = 1,2 \dots \dots T$$

حيث أن:

$Y_{i,t}$: يمثل المتغير التابع؛

α : يمثل الأثر الفردي ويكون ثابت عبر الزمن؛

$X_{i,t}$: يعبر عن المتغيرات المستقلة؛

β : ميل المعلمات المراد تقديرها؛

$u_{i,t}$: الخطأ العشوائي.

يتم تقدير معادلة هذا النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية.

2. نموذج ذو الآثار الثابتة: يعمل نموذج التأثيرات الثابتة على معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة ممن خلال جعل معلمة القطع α مختلفة من مجموعة وإخرى مع بقاء معاملات الميل β_i ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، الكتابة العامة لنموذج الآثار الثابتة تفرض أن α_i ثابت عبر الزمن ولكن متغير عبر الأفراد، وأيضاً معاملات الانحدار تكون ثابتة بين الأفراد وعبر الزمن ($\beta_i = \beta$)، ويمكن تمثيل ذلك بالصيغة التالية²:

$$.Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{j=1}^K X_{i,t}\beta_j + u_{i,t} \quad \text{حيث } i = 1,2 \dots \dots N \quad \text{و } t = 1,2 \dots \dots T$$

حيث $\text{VAR}(u_{i,t}) = \sigma_\varepsilon^2$ ، $E(u_{i,t})=0$

¹ حنان حراث، صالح عياد، أثر البرامج الاستثمارية في تطوير السياحة الداخلية لتحقيق الميزة التنافسية - دراسة قياسية ومقارنة بين تونس والجزائر، المركز الجامعي أحمد زبانه، الملتقى الدولي الخامس السياحة الداخلية بين الواقع والمعمول، غليزان، الجزائر، 2018، ص 9.

² Gujarati N Damodar, **Basic Econometrics**, , 4ed , The McGraw-Hill ,Boston , 2004, P 642

ويتم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least Squares Dummy Variable (LSDV وذلك من خلال إضافة متغيرات وهمية عددها (N-1) وبعد إضافة المتغيرات الوهمية يأخذ النموذج السابق بالصيغة التالية:

$$Y_{i,t} = \alpha_1 + \sum_{n=2}^N \alpha_n D_{n,i} + \sum_{j=1}^K X_{i,t} \beta_j + u_{i,t}$$

3. نموذج الأثار العشوائية: في نموذج الأثار الثابتة يكون حد الخطأ ذو توزيع طبيعي بمتوسط مقداره صفر وتباين مساويا σ_ε^2 ولكي تكون معاملات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة لابد من ثبات التباين للخطأ لجميع المشاهدات المقطعية، وليس هناك ارتباط ذاتي بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية معينة، أما في حالة عدم توافر أي شرط من الشروط السابقة سوف يتم استخدام التأثيرات العشوائية²، بأن المعلمة حيث أن الفكرة الأولية كانت تعبر بالصيغة التالية:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \sum_{i=1}^k X_{i,t} \beta + u_{i,t}$$

فعوض أن نتعامل مع الأثار الخاصة للأفراد α_i على أنها ثابتة لكل فرد عبر الزمن، سنفترض الآن على أنها عشوائية مع قيمة متوسطة α هنا لا يوجد مؤشرا للأفراد، بحيث أن الحد الثابت للأفراد في هذا النموذج يمكن التعبير عنه كالآتي:³

$$\alpha_i = \alpha + \varepsilon_i$$

حيث ε_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية المعبر عن الانحرافات العشوائية لكل مجموعة من البيانات خلال الفترة الزمنية والتي يرجع إلى عوامل أخرى خارج حدود النموذج، ويتم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized Least Squares GLS)⁴.

ثالثاً: أساليب اختيار النموذج الملائم لبيانات البانل

عند اختيار النموذج المناسب لبيانات المختلطة، هناك عدة طرق واعتبارات يجب مراعاتها. وفيما يلي طرق المقارنة.

1. الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الأثار الثابتة: ويتم ذلك من خلال اختبار فيشر المقيد:

¹ عماد الدين ابراهيم علي، استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data في تحديد أهم عوامل النمو الاقتصادي في الدول العربية، المجلة العربية للإدارة، المجلد 43، العدد 02، 2023، ص 169.

² عماد الدين ابراهيم علي، المرجع السابق، ص 169

³ Gujarati N, Damodar , op.cit, p 647.

⁴ عماد الدين ابراهيم علي، المرجع السابق، ص 170.

بغرض الاختبار بين نموذج الانحدار التجميعي أم نموذج الآثار الثابتة يكون باختبار فيشر للنموذجين وهو كالتالي:¹

$$F = \frac{R_{Fix}^2 - R_{pooled}^2}{(1 - R_{Fix}^2)} \times \frac{(NT - N - K)}{(N - 1)} \sim F(N - 1, NT - N - K)$$

K : تمثل عدد المعلمات الانحدارية المقدر؛

R_{Fix}^2 : تمثل قيمة معامل التحديد في النموذج الآثار الثابتة؛

R_{pooled}^2 : تمثل قيمة معامل التحديد في النموذج الانحدار التجميعي.

وتكون نتيجة الاختبار:

- (p-value) أكبر (\leq) من 0.05 سنقوم بقبول فرض العدم، أي النتائج تشير إلى أفضلية وملائمة نموذج الانحدار التجميعي للبيانات ما يستدعي التوقف عند هذه المرحلة.

- (p-value) ($>$) أصغر تماما من 0.05 إذن سنقوم برفض فرضية العدم أي النتائج تشير إلى أفضلية وملائمة نموذج الآثار الثابتة على نموذج على نموذج الانحدار التجميعي وبهذا ننقل إلى المرحلة الثانية وهي أي من النموذجين هو الأفضل نموذج الآثار الثابتة أم نموذج الآثار العشوائية الجواب على هذا السؤال يكون في العنوان اللاحق.

2. الاختيار بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية: ويتم ذلك عن طريق اختبارين:

أ. اختبار مضاعف لاغرنج (LM Breush- Pagan): اختبار الأثر العشوائي (حالة نموذج الأفراد):

يكون من أجل اختبار وجود الأثر العشوائي لندنيا اختبار (Pagan و Breusch) (1980). يعتمد هذا الاختبار

على مضاعف Lagrange المتعلق بالأخطاء \hat{u}_{it} الناتجة عن طريقة المربعات، حيث يكون الاختيار بين

نموذج الانحدار التجميعي أو الكلي ونموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية من أجل الاختيار بين

PRM و FEM أو REM سوف يتم استخدام اختبار مضاعف لاجرانج (LM) المقترح من جانب (1980)

²Breusch and Pagan:

$$LM = \frac{nT}{2(T - 1)} \left(\frac{\sum_{i=1}^n \left(\sum_{t=1}^T \hat{u}_{it} \right)^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T \hat{u}_{it}^2} - 1 \right)^2$$

¹ لوصيف كميلية، المرجع السابق، ص 207.

² طه بن الحبيب، المرجع السابق، ص 125.

- لاحظ أن القيم الكبيرة لإحصائية اختبار LM تشير إلى إن الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي سوف يكون أفضل من نموذج الأثر التجميعي، إذا كانت قيمة (P-value) لإحصائية اختبار LM تشير إلى وجود معنوية إحصائية لهذا الاختبار، فيعنى هذا أن الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي سوف يكون أفضل من نموذج الأثر التجميعي.

- بينما إذا كانت هذه القيمة تشير إلى عدم وجود معنوية إحصائية لنفس الاختبار، فيعنى هذا إن نموذج الأثر التجميعي سيكون أفضل من كل من أن الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي.

ب. اختبار هوسمان (Hausman): يُستخدم اختبار هاوسمان لاختبار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، ونص هذا الاختبار إذا كان هناك ارتباط بين نموذج الآثار الثابتة وبين المتغيرات التفسيرية والآثار غير الملحوظة، وتقوم على فرضتين فرضية العدم والتي تقول أن الآثار العشوائية متنسقة، والفرضية البديلة والتي تقول أن الآثار العشوائية غير متنسقة¹. وتتمثل إحصائية هوسمان في:

$$H = (\hat{\beta}_{LSDV} - \hat{\beta}_{MCG})' [Var(\hat{\beta}_{LSDV}) - Var(\hat{\beta}_{MCG})]^{-1} (\hat{\beta}_{LSDV} - \hat{\beta}_{MCG}) \sim X^2_{(k)}$$

حيث أن:

K: يمثل عدد المعاملات الانحدارية المقدرة؛

$Var(\hat{\beta}_{LSDV})$: يمثل تباين لمعاملات نموذج الآثار الثابتة؛

$Var(\hat{\beta}_{MCG})$: يمثل تباين لمعاملات نموذج الآثار العشوائية.

وتكون نتيجة الاختبار

- هوسمان (H) (>) أصغر تماما من إحصائية كاي المربع (Khe-deux) المجدولة إذن سنقوم بقبول فرض العدم، أي النتائج تشير إلى أفضلية وملائمة نموذج الآثار العشوائية للبيانات.

- هوسمان (H) أكبر (<=) من إحصائية كاي المربع (Khe-deux) المجدولة إذن سنقوم برفض فرضية العدم أي النتائج تشير إلى أفضلية وملاءمة نموذج الآثار الثابتة على نموذج على الآثار العشوائية.

إن تحديد أفضل نموذج من النموذجين السابقين لا يستلزم فقط الاختبار الإحصائي السابق، بل من الممكن الاختيار عبر ملاحظة بعض النقاط التي ذكرها Judge وآخرون والتي من الممكن أن تجعلنا في ثقة أكبر حول النموذج المختار:²

¹ العقون زهرة، العقون أم الخير، دراسة وصفية تحليلية لنماذج بانل، المجلة الجزائرية للأداء الاقتصادي، العدد 06، الجزائر، 2021، ص ص 108 - 109.

² دامودار جوجاراتي، ترجمة: هند عبد الغفار عودة، الاقتصاد القياسي، ج2، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص ص 842 - 843.

- إذا كان T ذو حجم كبير و N صغير، سيكون هناك اختلاف طفيف في قيم المعاملات المقدرة في نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، ولهذا يمكن أن يكون نموذج ذو الآثار الثابتة الأكثر ملاءمة.
- إذا كان T ذو حجم صغير و N كبير مع العلم أن نموذج الآثار العشوائية يتكون من مركبة عشوائية ε_i ، في حين أن α_i في نموذج الآثار الثابتة يتم التعامل معه على أنه ثابت وغير عشوائي بمعنى آخر أن قيمته معروفة في العينة، ولهذا إذا كنا في ثقة تامة أن عينة الدراسة ليست عشوائية يمكن القول أن نموذج الآثار الثابتة هو الأكثر ملاءمة، في حين إذا كانت عينة الدراسة مأخوذة بصفة عشوائية سيكون نموذج الآثار العشوائية الأكثر ملاءمة.

- إذا كان T ذو حجم صغير و N كبير مع بقاء فرضية عدم وجود علاقة بين ε_i و X ستكون تقديرات نموذج الآثار العشوائية أكثر فعالية وملاءمة من تقديرات نموذج الآثار الثابتة.
- بافتراض على أنه لا توجد علاقة بين مركبة الأخطاء العشوائية ε_i والمتغيرات المفسرة X إذن من الممكن أن يكون نموذج الآثار العشوائية الأكثر ملاءمة، أما إذا كانت هناك علاقة بين ε_i و X متغير واحد من الممكن أن يكون نموذج الآثار الثابتة أكثر ملاءمة من نموذج الآثار العشوائية، باختصار إذا كانت مركبة الأخطاء مرتبطة مع أحد المتغيرات المفسرة أو أكثر ستكون تقديرات نموذج الآثار العشوائية متحيزة، في حين أن تقديرات نموذج الآثار الثابتة غير متحيزة.

رابعاً: عرض المشاكل القياسية

في تحليل الانحدار، هناك عدة مشاكل قياسية أو تحديات يواجهها الباحثون بشكل شائع. يمكن أن تؤثر هذه المشاكل على صحة وموثوقية نتائج الانحدار:

1. **مشكلة الارتباط الذاتي:** عند وجود اتجاه عام للسلسلة المدروسة واحتوائها على تقلبات دورية وموسمية، فإن كل قيمة من القيم اللاحقة للسلسلة توقف على القيم السابقة له. إن العلاقة الارتباطية بين كل حدين متتاليين من حدود أي سلسلة زمنية تسمى بالارتباط الذاتي للقيم أو حدود هذه السلسلة¹.

للارتباط الذاتي أشكال عديدة حيث أنه قد يكون من الرتبة الأولى أو الرتبة الثانية أو أكثر، كما يمكن أن يكون الارتباط الذاتي موجبا أو سالبا حيث أن قيمة معامل الارتباط الذاتي تتراوح بين القيمتين -1 و $+1$ ، أما إذا كان يساوي الصفر فهنا مشكلة الارتباط الذاتي غير موجودة، ويمكن توضيح فكرة الارتباط الذاتي الموجب أو السالب من الرتبة الأولى عبر شكل انتشار البواقي². والاختبارات المستعملة هي:

أ. **اختبار ديرين-واتسون المعدل (The Modified Durbin-Watson Test):** فقد بني اختبار ديرين-واتسون المعدل على فرضية صفرية والتي تنص أن معامل الارتباط الذاتي يساوي صفرا في مواجهة الفرضية البديلة التي تنص أن معامل الارتباط الذاتي مختلف عن الصفر فإذا دل هذا الاختبار عن قبول فرض العدم فهذا يعني عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بالنموذج، أما إذا دل الاختبار عن رفض فرض

¹ مكيد علي، الاقتصاد القياسي دروس ومسائل محلولة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2007، ص 281.

² عطية عبد القادر محمد. عبد القادر، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، دون دار نشر، دون بلد، دون سنة، ص 442.

العدم وقبول الفرض البديل فإن هذا يعني وجود مشكلة ارتباط ذاتي إما طردي أو عكسي، وبهذا تأخذ إحصائية ديرين-واتسون المعدلة الصيغة التالية:

$$d = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T (\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}^2}$$

ونعلم أن

$$\hat{\rho} = \frac{\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it} \varepsilon_{it-1}}{\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}^2}$$

وبالتالي:

$$d = 2(1 - \hat{\rho})$$

ومنه : حيث أن d يمثل القيمة المحسوبة للاختبار وتأخذ بين 0 و4. ومن المعادلة السابقة حيث إذا كانت $\rho = 0$ فإن $d = 2$ ، وتأخذ قيمة ديرين-واتسن قيمة دنيا d_l أو قيمة عليا d_u ، ويمثل الشكل التالي مناطق وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى موجب أو سالب.

الشكل رقم (13) : مناطق القبول والرفض لاختبار ديرين-واتسون

| | | | | | | |
|-----------------------------------|--------------------------|---|---|--------------------------|--------------------------------------|---|
| 0 | d_l | d_u | 2 | $4 - d_u$ | $4 - d_l$ | 4 |
| $\rho > 0$ | ؟ | $\rho = 0$ | $\rho = 0$ | ؟ | $\rho > 0$ | |
| ارتباط ذاتي موجب رفض فرض العدم | غير محدد (منطقة الشك) | عدم وجود ارتباط ذاتي قبول فرض العدم | عدم وجود ارتباط ذاتي قبول فرض العدم | غير محدد (منطقة الشك) | ارتباط ذاتي سالب رفض فرض العدم | |

المصدر: شيخي محمد، المرجع السابق، ص99.

ويتم الكشف على الارتباط الذاتي عن الموجب والسالب أو غير محدد كالتالي:¹

- الكشف عن الارتباط الذاتي الموجب: إذا كانت $d < d_l$ فإن هذا دليلاً على وجود ارتباط ذاتي موجب.
- الكشف على ارتباط ذاتي سالب: إذا كانت $4 - d < d_l$ فإن هذا دليل على وجود ارتباط ذاتي سالب.
- الارتباط غير المحدد: $d_l < d < d_u$ أو $d_l > 4 - d > d_u$ فإن القرار لا يفيد للوصول إلى قرار معين.

ب. اختبار بروش-بايجن (The Breusch-Pagan Test): هو اختبار يستخدم في تحليل الانحدار لتقدير وفحص وجود ترابط غير تجانسي للانتشار في البيانات. يعرف أيضاً باسم اختبار البيانات غير التجانسي لبريوش-بايجن، يرتكز هذا الاختبار على مضاعف لاغرانج (LM) والذي يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي، يجب أن تكون المتغيرات المستقلة مستقلة استقلالاً تاماً، وبهذا يأخذ الاختبار الصيغة التالية:²

$$LM = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij}^2 \sim X_{(N(N-1)/2)}^2$$

يتم حساب $\hat{\rho}_{ij}^2$ من خلال الاستعانة بمصفوفة معامل الارتباط الذاتي لأخطاء النموذج ومن خلال الصيغة التالية:

¹ بني هاني عبد الرزاق، الاقتصاد القياسي - نظرية الانحدار البسيط والمتعدد -، ج 2، ط1، دار وائل، عمان، الأردن، ص 162

² Hashem Pesaran, A; Ullah, Takashi Yamagata, A Bias-Adjusted LM Test of Error Cross Section Independence, Econometrics Journal, V11, N 1, Oxford University press, 2008, P107.

$$\hat{\rho}_{ij} = \hat{\rho}_{ij} = \frac{\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it} \varepsilon_{jt}}{(\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}^2)^{1/2} (\sum_{t=1}^T \varepsilon_{jt}^2)^{1/2}}$$

- ونلاحظ من خلال الصيغة الإحصائية لاختبار مضاعف لاغرانج أنه يتبع توزيع كاي المربع عند درجة حرية $N(N - 1)/2$ ونتيجة الاختبار كالتالي:¹
- فإذا كانت إحصائية مضاعف لاغرانج (LM) أكبر تماماً من إحصائية كاي المربع نرفض فرض عدم ونقبل فرض البديل لوجود مشكلة الارتباط الذاتي
 - أما إذا كانت إحصائية مضاعف لاغرانج (LM) أصغر تماماً من إحصائية كاي المربع نقبل فرض عدم لعدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي.
 - ج. اختبار ارتباط المقاطع للأخطاء (Pesaran CD): ويقوم هذا الاختبار على فرضيتين:²
 - الفرضية الصفرية: غياب ارتباط المقاطع للأخطاء.
 - الفرضية البديلة: وجود ارتباط المقاطع للأخطاء

2. مشكلة عدم ثبات التباين: من فروض نموذج الانحدار الخطي البسيط أو المتعدد ضرورة ثبات أو تجانس تباين حد الخطأ العشوائي أي أن العلاقة تكون كالتالي:³

$$\text{Var} (\varepsilon_i) = E[\varepsilon_i - E(\varepsilon_i)]^2 = E(\varepsilon_i^2) = \sigma_u^2$$

حيث أن $i = 1, 2, \dots, N$ ، حيث أن قيم التباين في هذه الحالة تكون مع القطر الرئيسي من مصفوفة التباينات أو التغاير متساوية لحد الخطأ وبذلك يكون هناك ثبات تباين حد الخطأ العشوائي، وعندما لا يتحقق الفرض ينتج لدينا العلاقة التالية:

$$\text{Var} (\varepsilon_i) = E[\varepsilon_i - E(\varepsilon_i)]^2 = E(\varepsilon_i^2) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

تكون تباينات الخطأ العشوائي غير ثابتة على القطر الرئيسي وبالتالي يكون تباين الخطأ العشوائي مرتباً بقيم المتغير المستقل.

¹ Hashem Pesaran, A; Ullah, Takashi Yamagata, **op .cit**, p107.

² عدلي ابراهيم، حوشين يوسف، دراسة قياسية بين عوامل الطقس وانتشار فيروس كورونا في الجزائر - باستخدام نماذج بيانات البائل- مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 08، العدد 01، 2021، ص ص 09- 10 .

³ حسين عدنان جواد، أحمد محمد قاروصة، وآخرون، دراسة تطبيقية لمقارنة بعض مقدرات نماذج بيانات السلسلة المقطعية في ظل مشكلتي عد الثبات والارتباط الذاتي، مجلة جامعة الاسكندرية للعلوم الإدارية، المجلد 60، العدد 4، مصر، 2023، ص 332.

المطلب الثالث: مجتمع وعينة الدراسة

سنحاول سرد مجتمع وعينة الدراسة وأخيرا متغيرات الدراسة.

أولاً: مجتمع الدراسة

من أجل القيام بالدراسة التحليلية والقياسية والإجابية على الإشكالية المطروحة، بورصة عمان بالأردن كمجتمع الدراسة أي كل المؤسسات الناشطة في بورصة عمان في الأردن، وتم اعتماد على بورصة عمان بالذات وذلك لأنها أولاً بورصة قديمة نوعاً ما، وكذا سهولة الحصول على بياناتها من موقعها الرسمي دون الحاجة إلى التنقل إليها. وهنا سنقوم بعرض قصير لنشأة بورصة عمان حيث:¹

بدأ إنشاء المؤسسات المساهمة العامة في المملكة الأردنية الهاشمية أو لتداول بأسهم هذه المؤسسات منذ فترة طويلة قبل تأسيس سوق الأوراق المالية الأردني، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات، حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، وتلاها شركة التبغ والسجائر الأردنية عام 1931 وشركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وشركة مصانع الاسمنت الأردنية عام 1951. كما تم إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات.

ونتيجة للتطورات الاقتصادية لذلك فقد ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية في البلاد وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة، وفي ضوء ذلك، أعربت الحكومة عن الحاجة الملحة إلى إيجاد سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وكذلك حماية صغار المدخرين، وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناءً على قوى العرض والطلب، وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق، حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية، وفي سياق التحضير لهذه الخطوة قام البنك المركزي خلال عامي 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية Finance International Corporation التي تنتمي إلى البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص خاصة المؤسسات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً تقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتبليتها دعماً له وبعثاً لمزيد من النشاط الاقتصادي، واستجابة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976، والذي نص على تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي Amman Financial Market AFM وتم تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 1977/3/16، وبأشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ، كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1978/1/1.

¹ موقع بورصة:

وكان قانون سوق عمان المالي وضع أهدافا واضحة للسوق آنذاك بتتمة المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني، كما نص على تنظيم إصدار المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين، بالإضافة إلى توفير البيانات والإحصائيات اللازمة لتحقيق أهداف السوق. ومنذ إنشاء السوق أوكل إليه القيام بدورين أساسيين وهما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف بـ Securities And Exchange SEC، وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية للأوراق المالية Stock Exchange.

وقطع السوق منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمان شوطا طويلا ومراحل، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من 9,7 مليون دينار عام 1978، ليصل إلى 3,2 مليار دينار في عام 2016، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها الحالية حوالي 17,3 مليار دينار مقارنة مع حوالي 286 مليون دينار في نهاية عام 1978. كما ارتفع عدد المؤسسات المدرجة من 66 شركة لعام 1978 إلى 224 شركة في عام 2016.

ثانيا: عينة الدراسة

تم الاعتماد على المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان التي كان عدد 30 مؤسسة، مع إلغاء مؤسسات لأنها لم تبدأ العمل حتى بعد عام 2011 أو انسحبت من السوق قبل سنة 2022، نقوم باستخدام قاعدة بيانات مدمجة، حيث أن عدد الوحدات المقطعية "i" المستعملة في الدراسة والمتمثلة في المؤسسات هي ثلاثون (N=30) وفي نفس الوقت تحتوي كل وحدة مقطعية على سلسلة سنوية التي تساوي 12 وحدة سنوية فهي بذلك تغطي الفترة السنوية من 2011 إلى غاية 2022 (T=12)، وبهذا يكون عدد المشاهدات المستخدمة في هذه الدراسة هي 360 مشاهدة (N×T=360).

ثالثا: وصف متغيرات الدراسة

حسب ما تم التطرق إليه في الجانب النظري عن القرار التمويلي الذي ينقسم إلى ثلاث عناصر وسيولة الأسواق المالية، وأضفنا متغيرات ضابطة من أجل زيادة في قوة النتائج، وبالتالي فإننا سنقوم ببناء نموذج يتكون من ثلاث متغيرات رئيسية:

1. متغيرات الدراسة: يمكن تقسيم متغيرات الدراسة إلى:

أ. المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع في القرار التمويلي والذي ينقسم إلى ثلاث عناصر، وهي تتمثل فيما يلي:

- التمويل بالأسهم: والذي يتم التعبير عنه بواسطة قيمة إصدارات الأسهم العادية المتواجدة خلال السنة المالية والتي تقوم المؤسسات بإصدارها في السوق الأولية.
- التمويل بالقروض طويلة الأجل: والذي يتم التعبير عنها بواسطة القروض طويلة الأجل، والمتواجدة في الميزانية بالقروض طويلة الأجل.

- **الأرباح المحتجزة:** وهي الأرباح التي تتحصل عليها المؤسسة ولا يتم توزيعها على الملاك أو المساهمين، والمتواجدة في الميزانية تحت اسم الأرباح المدورة.
- ب. **المتغير المستقل:** سيولة الأسواق المالية ولدينا عدة أساليب لقياس هذه السيولة وسيتم الاعتماد على مقياس عدد الأسهم المتداولة في السوق ككل، خلال السنة المالية، وذلك لسهولة الحصول عليه أولاً، وعدم وجود تعقيدات فيما مثل المقاييس الأخرى، ويتم الحصول عليه من التقارير السنوية لأداء البورصة، وهو متعلق بالبورصة ويشمل عدد الأسهم المتداولة في جميع مؤسسات البورصة في سنة المالية وبالتالي يتغير عبر الزمن من سنة إلى أخرى.
- ج. **المتغيرات الضابطة:** وهي متغيرات مساعدة على الدراسة يتم اعتبارها كأنها متغيرات مستقلة مساعدة في الدراسة؛ ولكن ستم أخذ المتغيرات التي تساعد في تحقيق الفرضيات وزيادة قوة النتائج.
- **تكلفة التمويل:** تكلفة العناصر المكونة لعناصر التمويل، ويتم إيجادها في التقارير المالية الخاصة بالمؤسسات بتكاليف المالية.
- **التدفقات النقدية:** وتوجد في البيانات المالية للمؤسسة، ويتم العثور عليها في قائمة التدفقات النقدية أو بيان التدفقات النقدية؛
- **نسبة المديونية (DT):** ويتم حسابه عن طريق قسمة جميع الالتزامات على حقوق الملكية.
- **المعدل على حقوق المساهمين (ROE):** يعبر على ما يحصل عليه المساهم أو المالك عن كل وحدة نقدية مستثمرة في رأس مال المؤسسة، ويتم الحصول عليه في الميزانية بقيمة صافي الدخل أو صافي الربح على حقوق الملكية.
- **معدل العائد على الاستثمار (ROI):** ويتم حسابه عن طريق قسمة صافي الربح على تكلفة الاستثمار.

الجدول رقم (07): جدول لمتغيرات الدراسة

| رمز المتغير | اسم المتغير | حساب القيمة |
|-------------|--|----------------------------------|
| OSF | التمويل عن طريق إصدارات أسهم عادية جديدة | / |
| LTDE | قروض طويلة الأجل | / |
| RE | يمثل الأرباح المحتجزة | / |
| LFM | يمثل سيولة السوق المالي | / |
| FC | يمثل تكلفة التمويل. | / |
| CFW | يمثل التدفقات النقدية. | / |
| DT | يمثل نسبة المديونية | اجمالي الالتزامات/ حقوق الملكية. |
| ROE | يمثل معدل العائد على حقوق المساهمين. | صافي الدخل/ حقوق المساهمين. |
| ROI | العائد على الاستثمار | صافي الربح/ تكلفة الاستثمار. |

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على ما سبق.

2. النموذج المستخدم في الدراسة

حتى يمكننا القيام بدراسة تطبيقية حول هذه الظاهرة يتوجب علينا أولاً تعريف النماذج المستعملة في هذه الدراسة مع مراعاة ترتيب المتغيرات، أي القيام بتحديد المتغيرات التابعة والمتغير المستقل والمتغيرات الضابطة، وهذا ما يجعل النموذج الثلاث يأخذ الصيغة التالية: $OSF; LTDF; RE$

$$OSF; LTDF; RE = f(LFM, FC, CFW, ROI, DT, ROE)$$

ولتطبيق النماذج، إذن انطلاقاً من العينة المستخدمة في هذه الدراسة يمكننا كتابة الصيغة الأساسية للنماذج على الشكل التالي:

$$osf_{it} = \alpha_i + \beta_1 LFM_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 CFW_{it} + \beta_4 ROI_{it} + \beta_5 DT_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$LTDE_{it} = \alpha_i + \beta_1 LFM_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 CFW_{it} + \beta_4 ROI_{it} + \beta_5 DT_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$RE_{it} = \alpha_i + \beta_1 LFM_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 CFW_{it} + \beta_4 ROI_{it} + \beta_5 DT_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

لم يتم استخدام اللوغاريتم لاحتواء النماذج على أرقام صفرية وأرقام سالبة.

3. البرامج المستخدمة للحصول على النتائج

- برنامج Excel: الذي تم الاعتماد عليه في وضع قاعدة البيانات المتعلقة بالمؤسسات المراد دراستها؛
- برنامج xl stat 2018: المستخدم في تحليل الدراسة من الجانب الوصفي باستخدام تحليل العاظمي الاستكشافي (ACP) وكذا الانحدار الوجداني؛
- برنامج Eviews 12: هو البرنامج الذي اعتمدنا عليه للقيام بكافة الخطوات منها اختبارات ونتائج التقدير الخاصة بنماذج البانل الساكن وانحدار برانس ونستن.

المبحث الثاني: دراسة وصفية لمتغيرات الدراسة باستخدام طريقة ACP

قبل التطرق الى الدراسة القياسية بين متغيرات الدراسة يتم أولاً التطرق الى الدراسة الوصفية وتحليل العلاقة بين درجة سيولة الأسواق المالية والقرارات المالية في بورصة عمان خلال الفترة 2011-2022، باستخدام طريقة التحليل بالمركبات الأساسية المرجحة وذلك بالاعتماد على برنامج XLstat 18، من أجل أخذ نظرة أولية على طبيعة العلاقة بين متغيرات المستقلة المؤثرة والتابعة.

المطلب الأول: شروط اختبار التحليل بالمركبات الأساسية

في هذا المبحث سيتم وضع اختبارات شروط التحليل بالمركبات الأساسية لنموذج للدراسة وفق للجدول التالي:

أولاً: اختبار كايزر - ماير-أوكلن (Oklin-Meyer-Kaiser)

الجدول الموالي يبين اختبار كايزر - ماير-أوكلن (Oklin-Meyer-Kaiser):

الجدول رقم(08): اختبار كايزر - ماير-أوكلن (Oklin-Meyer-Kaiser)

| | |
|------|-------|
| OSF | 0,578 |
| LFM | 0,396 |
| FC | 0,601 |
| ROI | 0,549 |
| DT | 0,578 |
| CFW | 0,573 |
| ROE | 0,542 |
| RE | 0,628 |
| LTDE | 0,563 |
| KMO | 0,578 |

المصدر: مخرجات برنامج XLstat 18

تبين نتائج الجدول رقم أن قيمة مؤشر كايزر - ماير-أوكلن في النموذج 0.578 وهي قيم أكبر من 0.5 ما يدل على قبول العينة موضوع الدراسة للتحليل الاحصائي بالمركبات الأساسية.

ثانياً: اختبار بارتليت (Bartlett)

لاختبار فرضيات الدراسة تم استخدام اختبار Bartlett كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم(09): اختبار بارتلليت لنموذج الدراسة

| | | |
|----------|------------------------------------|----------------------------|
| 586,551 | Khi ² (Valeur observée) | اختبار بارتلليت (Bartlett) |
| 50,998 | Khi ² (Valeur critique) | |
| 36 | DDL | |
| < 0,0001 | p-value | |
| 0,05 | Alpha | |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج XLstat 2018

بينت نتائج أن القيمة الاحتمالية لاختبار بارتلليت (Bartlett) معنوية إحصائياً 0.0001 أقل من 0.05، وبالتالي يتم قبول الفرضية البديلة ما يدل على وجود ارتباط معنوي بين مختلف المتغيرات الداخلة في النموذج عند درجة حرية 36، ومنه يمكنه تطبيق طريقة التحليل بالمركبات الأساسية.

المطلب الثاني: الإحصاء الوصفي للمتغيرات المدرجة في التحليل العاملي

سيتم في هذا المطلب وضع تحليل وصفي لمتغيرات الدراسة من خلال أكبر قيمة وأقل قيمة والمتوسط والانحراف المعياري وأخير مصفوفة الارتباط

أولاً: تحليل وصفي لمتغيرات الدراسة

يبين الجدول الموالي تحليل البيانات الإحصائية للمتغيرات الداخلة في النموذج باستخدام التحليل الوصفي

الجدول رقم(10): تحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

| عدد المشاهدات 360 | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|---------------|------------------------------|
| الانحراف المعياري | المتوسط | أكبر قيمة | أقل قيمة | المتغيرات |
| 1173084,110 | 197148,506 | 12440000,000 | 0,000 | إصدارات الأسهم العادية (OSF) |
| 3904455,843 | 1763760,975 | 25000000,000 | 0,000 | القروض طويلة الأجل (LTDE) |
| 124499876,463 | 24388390,850 | 1368824000,000 | 0,000 | الأرباح المحتجزة (RE) |
| 832323260,336 | 1996078303,083 | 4072300000,00 | 1142747158,00 | سيولة الأسواق المالية |

الفصل الثالث: دراسة قياسية لتأثير سيولة الأسواق المالية على القرارات التمويلية في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان

| | | | | (LFM) |
|-------------|-------------|---------------|---------------|--------------------------------------|
| 0,218 | 0,355 | 0,998 | 0,009 | (DT) نسبة المديونية |
| 0,110 | 0,038 | 0,538 | -0,463 | معدل العائد على الاستثمار (ROI) |
| 34138402,06 | 5566987,019 | 411986000,000 | -19833360,000 | التدفقات النقدية (CFW) |
| 660554,217 | 402961,430 | 3898662,000 | 0 | تكلفة التمويل (FC) |
| 0,215 | 0,050 | 0,962 | -1,050 | معدل العائد على حقوق المساهمين (ROE) |

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج xl stat2018

أشارت نتائج الجدول أعلاه أن أكبر متوسط حسابي هو متغير سيولة الأسواق المالية LFM، خلال فترة الدراسة 2011-2022 وقدرت قيمته 1996078303,083، أما المتغير الذي يعطي أصغر متوسط حسابي هو متغير معدل العائد على الاستثمار ROI وتبلغ قيمته 0.038.

أما بالنسبة للانحراف المعياري كلما كان الانحراف المعياري للمتغير ضعيفا كلما كان هذا المتغير مسؤول عن تمركز المتغيرات. وكذا كلما كان الانحراف المعياري للمتغير قويا كلما كان هذا المتغير مسؤول عن تشتت المتغيرات. ومنه المتغير حجم متغير معدل العائد على الاستثمار ROI هو المسؤول عن تمركز متغيرات الدراسة لأن انحرافه المعياري هو الأصغر (0.11). أما المتغير المسؤول عن تشتت المتغيرات الدراسة هو متغير سيولة الأسواق المالية LFM لأن انحرافه المعياري هو الأكبر (832323260,336).

يظهر من ملاحظة ودراسة جميع الأرقام الموجودة في الجدول أن الانحرافات المعيارية تختلف عن بعضها البعض فهي غير متجانسة فيما بينها، وفي هذه الحالة نستعمل طريقة التحليل بالمركبات الأساسية المعيارية (ACP normée)، ويتم الاعتماد على مصفوفة الارتباط.

ثانياً: مصفوفة الارتباط

لاختبار العلاقة بين المتغيرات الدراسة تم استخدام اختبار بيرسون (Pearson Corrélation)، ويتم عرض نتائج هذا الاختبار في الجدول التالي:

الجدول رقم(11): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

| LTDE | RE | ROE | CFW | DT | ROI | FC | LFM | OSF | المتغيرات |
|------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| | | | | | | | | 1 | OSF |
| | | | | | | | 1 | 0,098 | LFM |
| | | | | | | 1 | -0,103 | 0,054 | FC |
| | | | | | 1 | -0,243 | 0,025 | -0,033 | ROI |
| | | | | 1 | -0,020 | 0,362 | -0,044 | 0,156 | DT |
| | | | 1 | -0,165 | 0,198 | -0,142 | 0,110 | -0,031 | CFW |
| | | 1 | 0,100 | -0,199 | 0,353 | -0,096 | 0,062 | -0,033 | ROE |
| | 1 | 0,123 | 0,655 | -0,145 | 0,237 | -0,108 | -0,025 | -0,032 | RE |
| 1 | 0,297 | -0,054 | 0,342 | 0,275 | -0,101 | 0,432 | -0,070 | 0,053 | LTDE |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات xlstat 2018

أظهرت نتائج مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الدراسة ما يلي:

- إصدارات الأسهم العادية: مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع كل من قروض طويلة الأجل **LTDE**، سيولة الأسواق المالية **LFM**، تكلفة التمويل **Fc** ونسبة المديونية **DT** وتبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.053، 0.098، 0.054، 0.156)، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات، أما مع متغير أرباح محتجزة **RE**، معدل العائد على الاستثمار **ROI**، التدفقات النقدية **CFW** ومعدل العائد على حقوق المساهمين **ROE** تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.032، 0.031، 0.033)، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات؛
- سيولة الأسواق المالية **LFM**: مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع كل من معدل العائد على الاستثمار **ROI**، التدفقات النقدية **CFW** ومعدل العائد على حقوق المساهمين **ROE** وتبلغ قيم الارتباط R

لهذه المتغيرات على التوالي (0.025، 0.11، 0.062)، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات، أما مع متغير أرباح محتجزة **RE**، قروض طويلة الأجل **LTDE**، تكلفة التمويل **Fc** ونسبة المديونية **DT** تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.025، 0.07، 0.103، 0.103)، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات؛

- **تكلفة التمويل Fc**: مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع كل من قروض طويلة الأجل **LTDE** و نسبة المديونية **DT** وتبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.432، 0.362)، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات، أما مع متغير أرباح محتجزة **RE**، معدل العائد على الاستثمار **ROI**، التدفقات النقدية **CFW** ومعدل العائد على حقوق المساهمين **ROE** تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.108، 0.243، 0.142، 0.096)، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات؛

- **معدل العائد على الاستثمار ROI**: مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع كل من أرباح محتجزة **RE**، التدفقات النقدية **CFW** و معدل العائد على حقوق المساهمين **ROE** وتبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.237، 0.198، 0.353)، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات، أما مع متغير قروض طويلة الأجل **LTDE** ونسبة المديونية **DT** وتبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.101، 0.020)، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات؛

- **نسبة المديونية DT**: مرتبط ارتباط ضعيف وسالب مع كل من أرباح محتجزة **RE**، التدفقات النقدية **FW** ومعدل العائد على حقوق المساهمين **ROE** وتبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.145، 0.165، 0.199)، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات، أما مع متغير قروض طويلة الأجل **TDE** فهو مرتبط ارتباط موجب وضعيف تبلغ قيم الارتباط R (0.27) وتدل على وجود علاقة طردية بين نسبة المديونية **DT** وقروض طويلة الأجل **LTDE**.

- **التدفقات النقدية CFW**: مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع كل من معدل العائد على حقوق المساهمين **ROE** ومتغير قروض طويلة الأجل **LTDE** وتبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.1، 0.342)، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات. أما مع متغير أرباح محتجزة **RE** فهو مرتبط ارتباط موجب ومتوسط وتبلغ قيمة الارتباط R (0.655)؛

- **معدل العائد على حقوق المساهمين ROE**: مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع أرباح محتجزة **RE**، وتبلغ قيم الارتباط R (0.123)، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين، أما مع متغير قروض طويلة الأجل **LTDE** فهو مرتبط ارتباط ضعيف وسالب وتبلغ قيم الارتباط R (0.054) وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين.

- **الأرباح المحتجزة RE**: مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع متغير قروض طويلة الأجل **LTDE** وتبلغ قيم الارتباط R (0.297)، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لتأثير سيولة الأسواق المالية على القرارات التمويلية في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان من خلال ما تم الحصول عليه من مصفوفة الارتباطات نجد أن المتغيرات المستقلة المستخدمة في الدراسة غير مرتبطة ارتباط كبير أكبر من 0.7، وهذا جيد من أجل عمل النموذج، لأن الارتباطات الكبيرة بين المتغيرات المستقلة يجعل لنا مشاكل قياسية كالارتباط المتعدد.

المطلب الثالث: نتائج تحليل المركبات الأساسية ACP

يتم في هذا المطلب تحديد القيم الذاتية ونسبة الجمود وكذا الارتباطات مع المحاور وأخيرا الدائرة النسبية.

أولاً: القيم الذاتية ونسبة الجمود

وفيما يلي يتم عرض الجدول القيم الذاتية ونسب الكثافة:

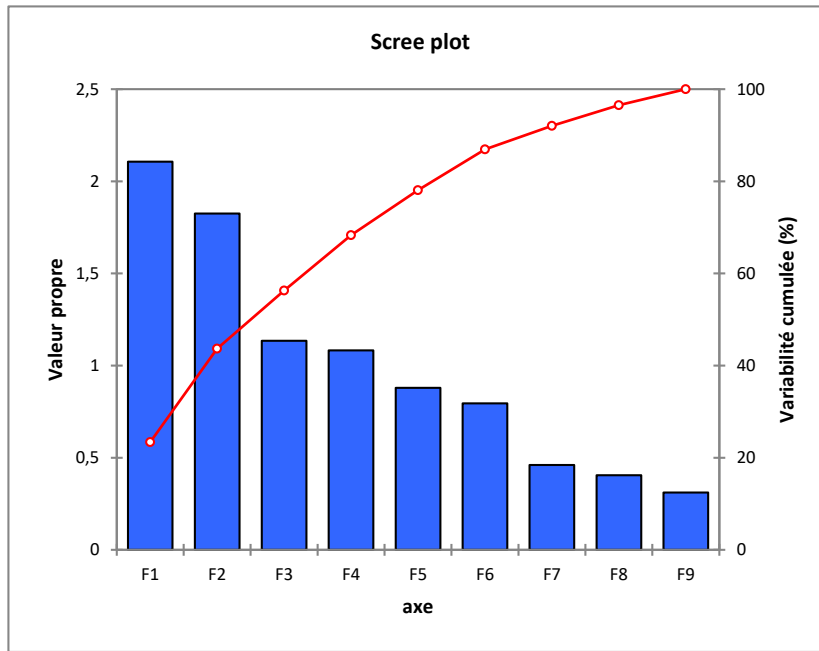
الجدول رقم(12): يمثل القيم الذاتية ونسب الكثافة

| | F1 | F2 | F3 | F4 | F5 | F6 | F7 | F8 | F9 |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Valeur propre | 2,106 | 1,825 | 1,135 | 1,083 | 0,879 | 0,795 | 0,460 | 0,405 | 0,312 |
| Variabilité (%) | 23,40 | 20,28 | 12,60 | 12,02 | 9,766 | 8,836 | 5,115 | 4,500 | 3,462 |
| % cumulé | 23,40 | 43,68 | 56,29 | 68,32 | 78,08 | 86,92 | 92,03 | 96,53 | 100,00 |
| | 4 | 6 | 2 | 1 | 7 | 3 | 8 | 8 | 0 |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات xlstat 2018

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن هناك محورين يحتوي على 43.686% من الكثافة الكلية، أي وجود مركبتين كما هو موضح في التمثيل البياني:

الشكل رقم(14) : التمثيل البياني للقيم الذاتية



المصدر: مخرجات xlstat 2018

أشارت نتائج الجدول رقم والشكل رقم مايلي:

$\lambda_1 = 2.106$ التي تمثل 23.404% من الكثافة الكلية.

$\lambda_2 = 1.825$ التي تمثل 20.281% من الكثافة الكلية.

أي تم اختيار المحورين (F1, F2)، حيث يمثل المحور الأول أو المركبة الأساسية الأولى 23.404% من قيمة الجمود الكلي، أما المحور العامل الثاني أو المركبة الأساسية الثانية فيمثل 20.28% من قيمة الجمود الكلي، ومنه نستنتج أن هذين المحورين هما اللذين يعطيان أحسن تمثيل في المخطط.

ثانيا: ارتباط المتغيرات بالمركبات الأساسية حسب المحاور المأخوذة

يمثل الجدول الموالي والتمثيل البياني للمتغيرات احدثيات لكل من المتغير إصدارات الأسهم العادية *osf*، قروض طويلة الأجل *LTDE*، سيولة الأسواق المالية *LFM*، تكلفة التمويل *Fc*، نسبة المديونية *DT*، متغير أرباح محتجزة *RE*، معدل العائد على الاستثمار *ROI*، التدفقات النقدية *CFW* ومعدل العائد على حقوق المساهمين *ROE*، كما يلي:

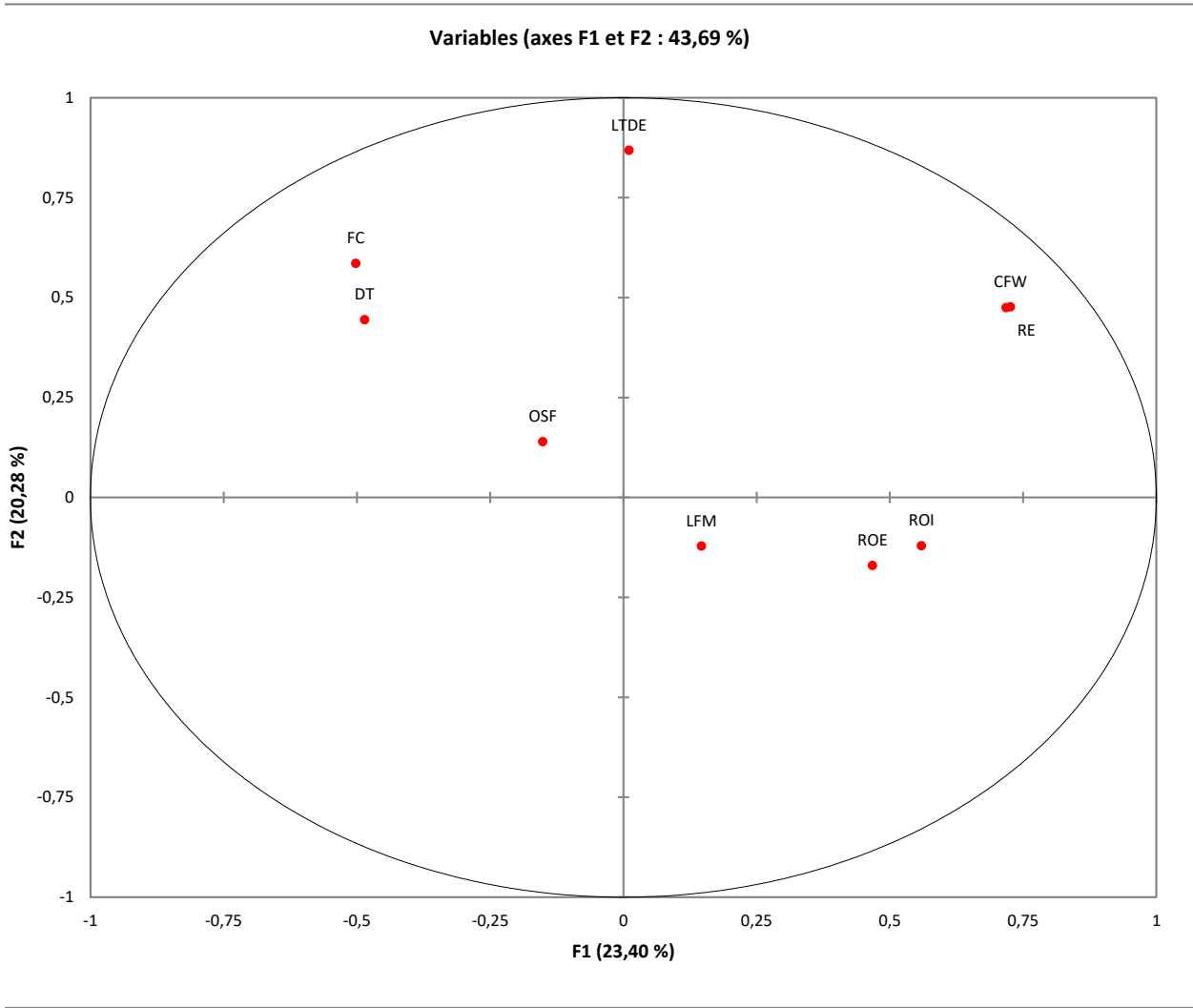
الجدول رقم(13): إحدائيات المتغيرات على المعلم (F1 F2)

| F2 | F1 | المتغيرات |
|--------|--------|-------------|
| 0,140 | -0,151 | OSF |
| -0,122 | 0,146 | LFM |
| 0,586 | -0,502 | FC |
| -0,121 | 0,559 | ROI |
| 0,444 | -0,486 | DT |
| 0,477 | 0,726 | CFW |
| -0,170 | 0,467 | ROE |
| 0,475 | 0,718 | RE |
| 0,869 | 0,010 | LTDE |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات xlstat 2018

باستخدام إحدائيات المتغيرات المستخدمة في الدراسة والمبينة في الجدول رقم على المعلم (F1F2) يتم الحصول على دائرة الارتباط، حيث تمكن هذه الدائرة من ترجمة مختلف الارتباطات الموجودة بين متغيرات الدراسة.

الشكل رقم(15): التمثيل البياني للمتغيرات الدراسة



المصدر: مخرجات xlstat 2018

أظهرت نتائج الشكل رقم للتمثيل البياني للمتغيرات (دائرة الارتباط F1 F2) مايلي:

1. علاقة المتغيرات الدراسة بالمحاور: نلاحظ أن كل أرباح محتجزة **RE** والتدفقات النقدية **CFW** لهم ارتباط قوي وموجب مع المركبة الأساسية الأولى أما تكلفة التمويل فارتباط عكسي مع المركبة الأولى، أما سيولة الأسواق المالية **LFM**، معدل العائد على حقوق المساهمين **ROE** ومعدل العائد على الاستثمار **ROI** فلهم ارتباط ضعيف وموجب مع المركبة الأساسية الأولى، أما بالنسبة لمتغير قروض طويلة الأجل **LTDE** فله ارتباط موجب وقوي مع المركبة الثانية.

2. العلاقة بين المتغيرات: إن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة كما يلي:

- إصدارات الأسهم العادية: له علاقة طردية مع المتغير المستقل سيولة الأسواق المالية، وهذا جيد لأن العلاقة بين سيولة الأسواق المالية وإصدارات الأسهم العادية في الواقع هي علاقة موجبة، وهذه بداية جيدة من أجل معرفة التأثير بينهما.

- **القروض طويلة الأجل:** له علاقة عكسية مع المتغير المستقل سيولة الأسواق المالية، وهذا جيد لأن العلاقة بين سيولة الأسواق المالية والقروض طويلة الأجل في الواقع هي علاقة عكسية، وهذه بداية جيدة من أجل معرفة التأثير بينهما.

- **الأرباح المحتجزة:** له علاقة عكسية مع المتغير المستقل سيولة الأسواق المالية، وهذا جيد لأن العلاقة بين سيولة الأسواق المالية والأرباح المحتجزة في الواقع هي علاقة عكسية، وهذه بداية جيدة من أجل معرفة التأثير بينهما.

المبحث الثالث: دراسة قياسية لتأثير سيولة الأسواق المالية على القرارات التمويلية

بعد تحليل الاحصائي للمتغيرات الدراسة باستخدام طريقة التحليل بالمركبات الأساسية ACP، يتم قياس أثر درجة سيولة الأسواق المالية على القرارات التمويلية في بورصة عمان خلال الفترة 2011-2022 باستخدام بيانات البانل الساكن والانحدار اللوجستي بالاعتماد على برنامج Eviews 12، حيث تمثل سيولة الأسواق المالية كمتغير مستقل في حين يمثل كل من إصدارات الأسهم العادية، قروض طويلة الأجل والأرباح المحتجزة متغيرات تابعة.

المطلب الأول: قياس تأثير درجة سيولة الأسواق المالية على إصدارات الأسهم العادية

للتأكد من صحة الفرضية الأولى القائلة أن ارتفاع سيولة السوق المالي تؤدي إلى توجه المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للتمويل عن طريق إصدارات الأسهم العادية الجديدة خلال الفترة 2011-2022 وبعد استخدام بيانات البانل الساكن وبعتماد على الدراسات السابقة والنظرية الاقتصادية المتعلقة بموضوع تأثير درجة سيولة الأسواق المالية على إصدارات الأسهم العادية يتم عرض المتغيرات المدرجة، ويتم صياغة نموذج على الشكل الموالي:

$$osf_{it} = \alpha_i + \beta_1 LFM_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 CFW_{it} + \beta_4 ROI_{it} + \beta_5 DT_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

وبسبب ضعف النتائج المتحصل عليها، تم البحث عن طريقة أخرى للدراسة والمعروفة بالانحدار اللوجستي، وتم تغيير قيمة إصدارات الأسهم العادية الجديدة إلى 1 عندما تكون هناك إصدارات و0 عندما لا تكون هناك إصدارات الأسهم العادية. فبدلاً من نمذجة قيم الإصدارات تم نمذجة احتمال وجود إصدار والطريقة المناسبة لنمذجة هذا النوع من المتغيرات التابعة الكيفية هو الانحدار اللوجستي

أولاً: تقييم الكلي للنموذج

يتم ذلك من خلال معايير جودة التوفيق، اختبار المعنوية الكلية للنموذج، ملائمة النموذج للبيانات، وأخير جودة التصنيف ودقة التمييز.

1. معايير جودة التوفيق: ويتم ذلك من خلال الجدول التالي

الجدول رقم(14): معايير جودة التوفيق

| النموذج بعد إضافة متغيرات مفسرة | النموذج بدون متغيرات مفسرة | المعيار |
|---------------------------------|----------------------------|-----------------------|
| 353 | 359 | درجة الحرية |
| 137.6753 | 154.4826 | دالة المعقولية |
| 0.1088 | 0.0000 | R^2 (Mc Fadden) |
| 0.0456 | 0.000 | R^2 (Cox and Snell) |
| 0.1307 | 0.0000 | R^2 (Nagelkerke) |
| 151.6753 | 156.4826 | AIC |
| 178.8780 | 160.36877 | SBC |
| 7 | 0 | التكرارات |

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد على مخرجات XLStat 18

من خلال نتائج الجدول تغير دالة المعقولية بعد إضافة المتغيرات التفسيرية، وأشبه معاملات التحديد، حيث نلاحظ انخفاض في دالة المعقولية من 154.4826 إلى 137.6753 وهذا ما يدل على جودة التوفيق، كما تبين قيمة معاملات التحديد القوة التفسيرية الكبيرة جدا للنموذج حيث تراوحت قيمها بين 0.1088 إلى 0.1307.

2. اختبارات المعنوية الكلية للنموذج: وذلك من خلال الجدول التالي

الجدول رقم(15): اختبارات المعنوية الكلية للنموذج

| مستوى المعنوية المحسوب | Khi ² | درجة الحرية | الاختبارات |
|------------------------|------------------|-------------|---------------------|
| 0.0100 | 16.80734 | 6 | -2Log(Vrasemblance) |
| 0.0065 | 17.914 | 6 | Score |
| 0.0188 | 15.19595 | 6 | Wald |

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد على مخرجات برنامج XLStat 18

من خلال الجدول اختبارات المعنوية الكلية للنموذج، فمن خلال قيمة مستوى المعنوية المحسوب(اقل من 0,05) وهذا ما يجعلنا نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود معنوية كلية لمتغيرات النموذج.

3. اختبار مطابقة النموذج: وذلك من خلال اختبار هوزمر ليمشو

جدول رقم (16): اختبار هوزمر - ليمشو HL

| الاختبار | Khi ² | درجة الحرية | Pr > Khi ² |
|---------------------------|------------------|-------------|-----------------------|
| Hosmer-Lemeshow Statistic | 1.7508 | 8 | 0.9877 |

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد على مخرجات برنامج XLStat 18

أن الهدف من هذا الاختبار هو مدى مطابقة النموذج للبيانات، حيث نلاحظ من الجدول أن مستوى المعنوية المحسوبة 0.9877 وهي قيمة أكبر من 0,05 وهذا ما يجعلنا نقبل الفرضية الصفرية القائلة بأن النموذج مطابق أو ملائم للبيانات المشاهدة.

4. اختبار جودة التصنيف: وذلك من خلال الجدول التالي:

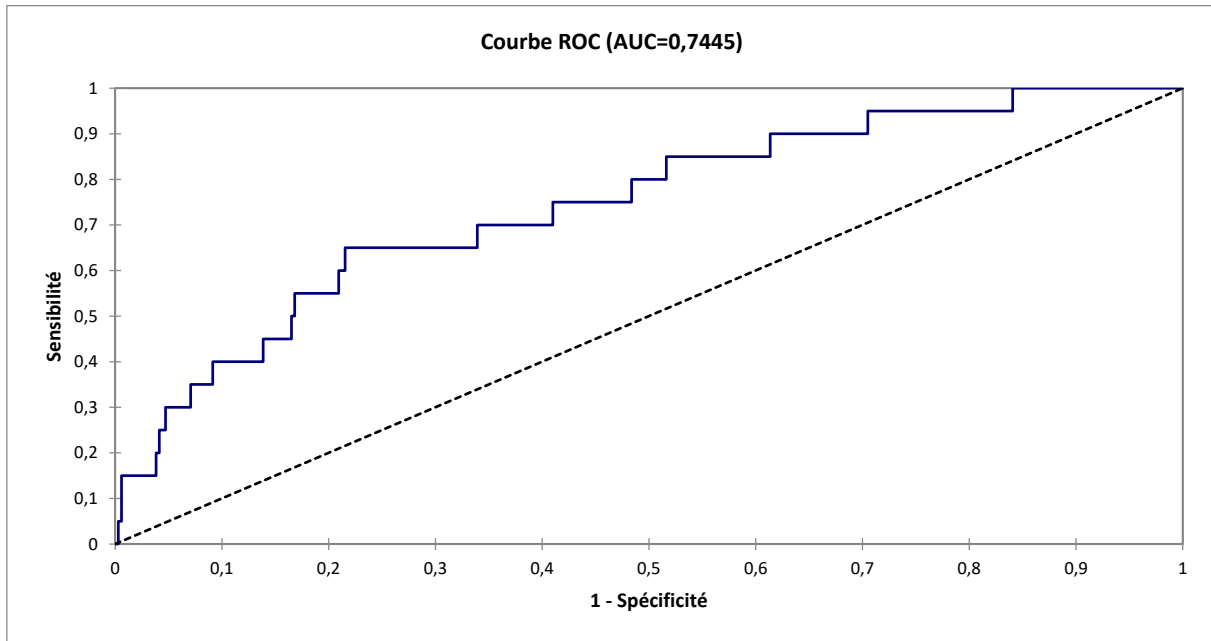
جدول رقم(17): جودة التصنيف

| التصنيف | لا توجد إصدارات | إصدارات | المجموع | نسبة التصنيف الصحيحة |
|-----------------|-----------------|---------|---------|----------------------|
| لا توجد إصدارات | 338 | 1 | 135 | 99.71% |
| إصدارات | 20 | 0 | 345 | .00% |
| المجموع | 358 | 1 | 359 | 94.17% |

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد على مخرجات برنامج XLStat 18

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ جودة التصنيف الممتازة للنموذج، حيث بلغت نسبة التصنيف الصحيح 94.17%، أي أن إصدارات الأسهم العادية للمؤسسات تم تصنيفهم من قبل النموذج كما هو عليه فعلا.

الشكل رقم (16): منحنى خاصية تشغيل ROC



المصدر: مخرجات xlstat 2018

يمثل الشكل ROC والذي يقيس دقة تمييز النموذج لوجود لإصدارات الأسهم العادية أو لا، حيث بلغت قيمة (AUC=0,7445) تدل على أن النموذج استطاع إلى حد كبير على تقديم قدرة تمييزية ممتازة.

ثانياً: تقييم الجزئي للنموذج

الجدول رقم(18): التقييم الجزئي ونتائج تقدير معاملات النموذج

| Pr > LR | Khi ² (LR) | Pr >Wald | Khi ² (Wald) | درجة الحرية | المتغيرات |
|---------|-----------------------|----------|-------------------------|-------------|------------|
| 0,0137 | 6,080050168 | 0,0111 | 6,449852 | 1 | LFM |
| 0,8967 | 0,016860349 | 0,8974 | 0,016626 | 1 | FC |
| 0,4005 | 0,706930352 | 0,4039 | 0,696601 | 1 | ROI |
| 0,6531 | 0,202029491 | 0,6584 | 0.195514 | 1 | ROE |
| 0,0230 | 5,169293042 | 0,0191 | 5,489142 | 1 | DT |
| 0,2138 | 1,545613985 | 0,397 | 0,949852 | 1 | CFW |

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد على مخرجات برنامج XLStat 18

يمثل الجدول نتائج أحصاء وولد واختبار نسبة المعقولة، حيث تبين إحصائية وولد تتباين بين معنوية وعدم معنوية المعلمات، وهذا ما يجعلنا:

نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على عدم معنوية معاملات المتغيرات (تكلفة التمويل، معدل العائد على الاستثمار، معدل العائد على حقوق المساهمين، التدفقات النقدية). وذلك لأن قيم مستوى الدلالة المحسوب أكبر من 0,05؛

نقبل الفرضية البديلة التي تنص على معنوية معاملات المتغيرات (سيولة الأسواق المالية، نسبة المديونية)، وذلك لأن قيم مستوى الدلالة المحسوب أقل من 0,05.

جدول رقم(19): معاملات اللوجت ونسب الرجحان للمتغيرات

| متغيرات النموذج | اللوجت | الانحراف المعياري | نسبة الرجحان (OR) |
|-----------------|---------|-------------------|-------------------|
| الحد الثابت | -5,2890 | 0,8962 | |
| LFM | 0,0000 | 0,0000 | 1,0000 |
| FC | 0,0000 | 0,0000 | 1,0000 |
| ROI | 1,4991 | 1,7961 | 4,4775 |
| ROE | -0,4551 | 1,0293 | 0,6344 |
| DT | 2,6038 | 1,1113 | 13,5144 |
| CFW | 0,0000 | 0,0000 | 1,0000 |

المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد على مخرجات برنامج XLStat 18

كما تبين قيم اللوجيت التأثير الموجب والسالب للمتغيرات المفسرة على المتغير التابع إصدارات الأسهم العادية، ويمكن كتابة معادلة الانحدار اللوجستي كما يلي:

$$(OSF) = 1 / (1 + \exp(-(-5,28897 - 5,28897 E-8 *FC + 1,49906 *ROI + 2,60376*DT - 7,9134 E- 8*CFW -0,45551*ROE + 6,34154 E-10*LFM)))$$

نلاحظ من المعلمات المقدره الأهمية الكبيرة للمتغير (نسبة المديونية) ثم يليه(العائد على الاستثمار) ثم يليه(سيولة الأسواق المالية) ثم يليه(تكلفة التمويل) ثم يليه(التدفقات النقدية) ثم يليه(العائد على حقوق المساهمين).

ثالثاً: عرض نتائج التمويل عن إصدارات الأسهم العادية الجديدة

من قراءة التقدير من خلال نسبة الرجفان وكذا المعادلة السابقة تبين لنا ما يلي:

1. بالنسبة للمتغير المستقل والذي هو أساس الدراسة: سيولة الأسواق المالية بلغت نسبة الرجفان 1.000، أي كلما زادت قيمة سيولة الأسواق المالية بوحدة واحدة زاد احتمال زيادة إصدارات الأسهم العادية 1.000 مرة، ما يعني أن ارتفاع سيولة السوق المالي تؤدي إلى توجه المؤسسات للتمويل عن طريق الإصدارات الجديدة للأسهم العادية وهذا موافق لما تنص عليه النظرية المالية حيث كلما زادت سيولة الأسواق المالية، جعلت تداول الأسهم في هذه الأسواق أكثر سهولة وسرعة مما يدفع المؤسسات إلى طرح أسهم جديدة في الأسواق لتغطيه احتياجاتها المالية من جهة ولزيادة رأس مالها من جهة أخرى أي بمعنى جذب المستثمرين، وكذلك سيولة الأسواق المالية تعمل على تحديد السعر العادل للأسهم والقيمة العادلة للأسهم العادية الجديدة، فكلما زادت سيولة السوق تحقق التوازن بين العرض والطلب على الأسهم العادية، وبالتالي تحقيق تسعير عادل ومنصف للأسهم العادية الجديدة، وزيادة ثقة المستثمرين في هذه الأسهم مما يجعلهم على استعداد للاستثمار في الأسهم العادية الجديدة، وعليه يمكن القول أنه تم التأكد من صحة الفرضية القائلة أن ارتفاع سيولة السوق المالي يؤدي إلى توجه المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للتمويل عن طريق إصدارات الأسهم العادية.

2. بالنسبة للمتغيرات الضابطة في الدراسة:

- تكلفة التمويل: لا يوجد تأثير لتكلفة التمويل على إصدارات الجديدة للأسهم العادية وذلك لأن قيم مستوى الدلالة المحسوب أكبر من 0,05.

- معدل العائد على الاستثمار: لا يوجد تأثير لمعدل العائد على الاستثمار على إصدارات الجديدة للأسهم العادية وذلك لأن قيم مستوى الدلالة المحسوب أكبر من 0,05.

- العائد على حقوق المساهمين لا يوجد تأثير للعائد على حقوق المساهمين على إصدارات الجديدة للأسهم العادية وذلك لأن قيم مستوى الدلالة المحسوب أكبر من 0,05.

- نسبة المديونية: بلغت نسبة الرجفان 13,5421، أي كلما زادت قيمة نسبة المديونية بوحدة واحدة زاد احتمال زيادة إصدارات الأسهم العادية 13,5421 مرة. وهذا عكس المتوقع لأن نسبة المديونية هي استخدام الديون طويلة الأجل في هيكل المؤسسات الصناعية محل الدراسة، وهذه العلاقة تدل على أن المؤسسات الصناعية محل الدراسة تنتهج استراتيجية التوازن وبقاء نفس النسب او تقارب بينهما (حقوق الملكية والدين) فلا تريد زيادة الديون على حساب حق الملكية والعكس.

- التدفقات النقدية: لا يوجد تأثير للتدفقات النقدية على إصدارات الجديدة للأسهم العادية وذلك لأن قيم مستوى الدلالة المحسوب أكبر من 0,05.

المطلب الثاني: قياس تأثير سيولة الأسواق المالية على القروض طويلة الأجل

لاختبار الفرضية القائلة أن انخفاض سيولة السوق المالي تؤدي إلى توجه المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للتمويل عن طريق قروض طويلة الأجل في بورصة عمان الفترة خلال 2011-2022، ولتأكد من صحتها يتم تقدير نماذج الانحدار البانل الساكن (Panel Data) وبعد ذلك يتم استخدام انحدار برايس-وينستن.

أولاً: التقدير باستخدام نماذج البانل الساكن للقروض طويلة الأجل

ولقياس أثر درجة سيولة الأسواق المالية على قروض طويلة الأجل خلال الفترة 2011-2022 باستخدام بيانات البانل الساكن، باعتماد على الدراسات السابقة والنظرية الاقتصادية المتعلقة بموضوع تأثير درجة سيولة الأسواق المالية على القروض طويلة الأجل يتم عرض المتغيرات المدرجة في الدراسة ويتم الصياغة النموذج على الشكل الموالي:

$$LTDE_{it} = \alpha_i + \beta_1 LFM_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 CFW_{it} + \beta_4 ROI_{it} + \beta_5 DT_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

1. تقدير نماذج بانل للقروض طويلة الأجل: تظهر نتائج تقدير هذه النماذج في الجدول التالي:

الجدول (20): نتائج تقدير نماذج بانل للقروض طويلة الأجل

| إجمالي المشاهدات: 360 | | T=12 | | N=30 | | الفترة: 2011-2022 |
|---------------------------|-----------|-------------------------|-----------|-------------------------|-----------|--------------------|
| نموذج ذو الآثار العشوائية | | نموذج ذو الآثار الثابتة | | نموذج الانحدار التجميعي | | المتغيرات المستقلة |
| p.value | Coef | p.value | Coef | p.value | Coef | |
| 0.7015 | 219855.7 | 0.6947 | 268894.4 | 0.9656 | -22144.70 | الحد الثابت |
| 0.0748 | -0.000305 | 0.0776 | -0.000306 | 0.1003 | -0.000323 | LFM |
| 0.0000 | 1.706923 | 0.0839 | 0.770184 | 0.000 | 2.321363 | FC |
| 0.3995 | -1625392 | 0.7181 | 898418.6 | 0.0384 | -3421188 | ROI |
| 0.8035 | 190737.9 | 0.6554 | -364195 | 0.6907 | 327319 | ROE |
| 0.0005 | 3705209 | 0.0035 | 4668129 | 0.000 | 3712525 | DT |
| 0.0000 | 0.036107 | 0.0009 | 0.021894 | 0.000 | 0.052286 | CFW |
| 0.2085 | | 0.5897 | | 0.396808 | | معامل التحديد |
| 15.49966 | | 13.30668 | | 38.70336 | | إحصائية فيشر |

| | | | |
|---------|--------|--------|--------------------------|
| 0.00000 | 0.0000 | 0.0000 | احتمالية إحصائية فيشر |
|---------|--------|--------|--------------------------|

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

بينت نتائج تقدير نماذج الانحدار لبيانات البائل الساكن الثلاث الرئيسية وهي: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)، نموذج ذو الآثار الثابتة (Fixed Effects Model) ونموذج الأثر العشوائي (Random Effects Model)، أن معاملات للمتغير المستقل المتمثل سيولة الأسواق المالية LFM والمتغيرات الضابطة والمتمثلة في تكلفة التمويل، معدل العائد على الاستثمار، معدل العائد على حقوق المساهمين نسبة المديونية والتدفقات النقدية، تتباين بين قيم معنوية وغير معنوية عند مستوى معنوية 5% و 10%، أما معلمة الحد الثابت فهي غير معنوية احصائيا عند مستوى معنوية 5% و 10%، كما أشارت احتمالية إحصائية فيشر لكل من النماذج الثلاثة 0.00000, 0.0000, 0.0000 وهي قيم أقل من 5% إلى معنوية النماذج الثلاثة.

2. تحديد النموذج المناسب: ولتحديد النموذج الملائم تم الاعتماد على الاختبارات الإحصائية التالية:

الجدول رقم (21): نتائج اختبارات تحديد نموذج القروض طويلة الأجل

| القيمة الاحتمالية | قيمة الاختبار | |
|-------------------|---------------|--|
| 0.0000 | 5.253822 | اختبار (Fisher) |
| 0.0000 | 58.76908 | اختبار مضاعف لاغرنج (Breusch-Pagan) |
| 0.0000 | 33.349954 | اختبار (Hausman) |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

بينت نتائج الجدول إلى ما يلي:

- اختبار فيشر (Fisher): بينت نتائج القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر 0.0000 وهي أقل من 5% ما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية البديلة (H1) التي تنص على نموذج ذو الآثار الثابتة.
 - اختبار مضاعف لاغرنج (LM Breusch-Pagan): بينت نتائج أن القيمة الاحتمالية لاختبار مضاعف لاغرنج 0.0000 وهي أقل من 5% ومنه يتم قبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود أثر العشوائي.
 - اختبار هوسمان (Hausman): بينت نتائج أن القيمة الاحتمالية لاختبار هوسمان 0.000 وهي أقل من 5% ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، أي أن نموذج ذو الآثار الثابتة هو الملائم.
3. تقييم نموذج ذو الآثار الثابتة للقروض طويلة الأجل: بناء على النتائج السابق فإن نموذج ذو الآثار الثابتة هو الملائم في دراسة وبالتالي سيتم وضعه وتقييم نتائجه

الجدول(22): تقييم نموذج ذو الآثار الثابتة للقروض طويلة الأجل

| نموذج ذو الآثار الثابتة | | |
|-------------------------|-----------|--------------------|
| p.value | Coef | المتغيرات المستقلة |
| 0.6947 | 268894.4 | الحد الثابت |
| 0.0776 | -0.000306 | LFM |
| 0.0839 | 0.770184 | FC |
| 0.7181 | 898418.6 | ROI |
| 0.6554 | -364195 | ROE |
| 0.0035 | 4668129 | DT |
| 0.0009 | 0.021894 | CFW |
| 0.5897 | | معامل التحديد |
| 0.00000 | | معامل فيشر |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال الجدول أعلاه نستنتج مايلي:

تقدير هذا النموذج وفق المعادلة التالية:

$$LTDE = 268894.4 - 0.000306 LFM + 0.770184 FC + 898418.6 ROI - 364195 ROE + 4668129 DT + 0.021894 CFW + \varepsilon_t$$

$$R^2 = 0.5897$$

أ. المعنوية الجزئية: إن العلاقات بين المتغيرات كما يلي:

- توجد علاقة بين سيولة الأسواق المالية LFM والقروض طويلة الأجل LTDE لأن القيمة الاحتمالية 0.0776 وهي أقل من 10%.
- توجد علاقة بين تكلفة التمويل FC والقروض طويلة الأجل LTDE لأن القيمة الاحتمالية 0.0839 وهي أقل من 10%.
- لا توجد علاقة بين معدل العائد على الاستثمار ROI والقروض طويلة الأجل LTDE لأن القيمة الاحتمالية 0.7181 وهي أكبر من 10%.
- لا توجد علاقة بين معدل العائد على حقوق المساهمين ROE والقروض طويلة الأجل LTDE ، لأن القيمة الاحتمالية للمعلمة 0.6554 وهي أكبر من 5% ، 10%.
- وجود علاقة موجبة بين نسبة المديونية DT وقروض طويلة الأجل LTDE لأن القيمة الاحتمالية للمعلمة 0.0035 وهي أقل من 5% .
- توجد علاقة بين التدفقات النقدية والقروض طويلة الأجل LTDE لأن القيمة الاحتمالية 0.0009 وهي أقل من 5% ، 10%.

ب. **المعنوية الكلية:** تقدر قيمة الاحتمالية لفيشر 0.0000 وهي معنوية عند مستوى معنوية 5% ، ومنه يتم قبول الفرضية البديلة، ما يدل على معنوية الكلية للنموذج المقدر وصلاحيته للتحليل.

ج. **القدرة التفسيرية:** تقدرت قيمة معامل التحديد $R^2 = 0.589735$ ، مما يعني أن المتغيرات المستقلة وتمثلة سيولة الأسواق المالية، تكلفة التمويل، معدل العائد على الاستثمار، معدل العائد على حقوق المساهمين نسبة المديونية والتدفقات النقدية تفسر 58.97% من التغير في القروض طويلة الأجل، أما باقي النسبة فهي عوامل لم تدرج في النموذج.

4. **اختبارات تشخيص نموذج ذو الآثار الثابتة:** يجب أن نقوم بدراسة الاختبارات التي تبين لنا وجود هذه المشاكل، فإذا أظهرت الاختبارات عدم وجود المشاكل القياسية فهذا يعني أن النموذج السابق يمكن إيماده، أي المعلمات السابقة المقدر في الجداول السابقة صحيحة، وعليه ننتقل مباشرة إلى مرحلة تفسير النتائج، أما إذا أظهرت نتائج الاختبارات وجود مشاكل قياسية في النموذج فهذا يعني أن المعلمات المقدر تكون متحيزة بدرجة كبيرة أي أنها لا تتسم بالدقة في التقدير، ويجب إيجاد الحلول؛ لتأكد من خلو النموذج المقدر من المشاكل القياسية تم اجراء الاختبارات التالية:

الجدول رقم(23): اختبارات تشخيص نموذج ذو الآثار الثابتة للقروض طويلة الأجل

| نوع الاختبار | القيمة الاحصائية | القيمة الاحتمالية |
|--------------------------------------|------------------|-------------------|
| اختبار Pesaran CD | 2.274224 | .00230 |
| درين واتسن | 1.50 | - |
| اختبار بروش-بايجن | 934.3429 | 0.0000 |
| اختبار ثبات التباين (نسبة المعقولية) | 13549.59 | 0.0000 |

المصدر: من إعداد الطالبة من مخرجات برنامج Eviews 12

- اختبار (Pesaran CD): بينت نتائج احتمالية اختبار (Pesaran CD) 0.0230 وهي أقل من 5% من ومنه يتم قبول الفرضية البديلة أي وجود مشكلة ارتباط المقاطع للأخطاء؛
- درين واتسن: تشير القيمة الإحصائية لاختبار درين واتسن 1.50 وهي قيمة بعيدة من عن 2 وبالتالي وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين الأخطاء؛
- اختبار بروش-بايجن: التي تظهر نتائجه في الجدول السابق، حيث قيمته الاحتمالية 0.0000 أصغر من 5% ، مما يجعلنا نرفض فرض العدم القائل أن أخطاء النموذج غير مرتبطة فيما بينها، وبالتالي النموذج يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي؛

- اختبار ثبات التباين: بينت نتائج الجدول رقم أن القيمة الاحتمالية لاختبار نسبة المعقولة نسبة 0.0000 وهي أقل من 5%، ومنه يتم قبول الفرضية البديلة أي أن نموذج ذو الآثار الثابتة يعاني من مشكل عدم تجانس التباين.

ثانياً: التقدير باستخدام انحدار برانسن-وينستن للقروض طويلة الأجل

قبل البدء في العمل يجب علينا تقديم تعريف بسيط لبائل المصحح لتباينات الأخطاء (PCSE) أو "انحدار برانسن-وينستن" التي يفترض وجود مشكلة الارتباط الذاتي وكذلك مشكلة عدم ثبات التباين في نفس الوقت ليزيلهما في الأخير من النموذج ليصبح أكثر دقة في التقدير، وهذه التقنية مبنية على ثلاث خطوات، الخطوة الأولى تكمن في تحويل البيانات لإزالة مشكلة الارتباط الذاتي بنفس الطرق المعروفة والتي تعمل بها هذه التقنية، الخطوة الثانية هي تقدير البيانات المحولة بطريقة مربعات الصغرى العادية، ثم في الأخير يقوم بإزالة مشكلة عدم ثبات التباين، بعد ذلك نتحصل على نموذج خال من مشكلة الارتباط الذاتي ومشكلة عدم ثبات التباين.

سننتقل إلى كيفية وطريقة معالجة النموذج الذي سنعمد عليه في دراستنا، حيث أننا سنعمد على طريقة انحدار برايس-وينستن التي تنص أو تفترض من البداية وجود مشكلة الارتباط الذاتي لأخطاء النموذج، وأيضاً في نفس الوقت مشكلة عدم ثبات التباين أو إحداهما فقط، لأنها ذات قاعدة رياضية ملزمة لكل الطرق التي نعرفها لمعالجة هذه المشاكل القياسية التي قد نصادفها، والجدول التالي يوضح نتائج تقدير النموذج المصحح.

الجدول رقم (24): نتائج تقدير النموذج المصحح للقروض طويلة الأجل

| القيم | | المتغيرات المستقلة |
|----------|-----------|-----------------------|
| p. value | Coef | |
| 0.0000 | 1207251 | الحد الثابت |
| 0.0000 | -0.000174 | LFM |
| 0.0069 | 0.295759 | FC |
| 0.8305 | -83523.65 | ROI |
| 0.8467 | 39467.22 | ROE |
| 0.0000 | 2089694 | DT |
| 0.5502 | 0.008047 | CFW |
| 0.6753 | | معامل التحديد |
| 671.9947 | | إحصائية وولد |
| 0.0000 | | احتمالية إحصائية وولد |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

في هذه الخطوة سيتم تحديد معايير الجودة اللازمة لتقييم النموذج، أي أننا سنقوم بغربلة النتائج المحصلة لكي نأخذ قرار حول مساوى هذا النموذج المصحح ومزاياه، ونلاحظ من الجدول الأعلى أن المعاملات المقدره أي المعاملات الانحدارية للمتغيرات المستقلة (سيولة الأسواق المالية، تكلفة التمويل، معدل العائد على الاستثمار، معدل العائد على حقوق المساهمين، نسبة المديونية والتدفقات النقدية) تتباين بين قيم معنوية وغير معنوية عند مستوى معنوية 5% و 10%، أما معلمة الحد الثابت فهي معنوية احصائيا عند مستوى معنوية 5%، كما نلاحظ أيضا أن احتمالية وولد أصغر تماما من 0.01 و 0.05 ما يسمح لنا أن نقول أن للنموذج معنوية إحصائية ككل، أي كل معاملات النموذج كمجموعة تؤثر تأثيرا جوهريا على المتغير التابع مما يدل على جودة وقوة النموذج المقدر في تفسير الظاهرة، وأخيرا المعيار الأساسي وهو معيار معامل التحديد، الذي يتضح أنه قد بلغت قيمته المقدره بـ 0.675311 أي 67% ما يعني أن النموذج المختار أو بالأحرى المتغيرات المستقلة الموضوعه في النموذج أو المتخذة في الدراسة ذات قوة تفسيرية ولها تأثير قوي على المتغير التابع القروض طويلة الأجل، كما يمكننا استنتاج أنه بسبب ارتفاع معامل التحديد وبلوغه هذه القيمة يؤكد لنا أن النموذج المختار في الدراسة لا يحتوي نسبيا على متغيرات مهملة كثيرة، وهو شيء أساسي في دقة التقدير.

ثالثا: عرض نتائج التمويل عن طريق قروض طويلة الأجل

بالاعتماد على نتائج تقدير نموذج البائل لقروض طويلة الأجل، وبناء على نتائج اختبار المفاضلة بين النماذج Hausman و اختبار Fisher واختبار Breusch – Pagan التي كلها أشارت إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم، يمكننا التعبير عن نتائج الدراسة اقتصاديا كالتالي:

1. بالنسبة للمتغير المستقل وهو أساس الدراسة: كما تشير النتائج المتحصل عليها من خلال تقدير نموذج الآثار الثابتة أن سيولة السوق المالي تؤثر سلبا على القروض طويلة الأجل حيث بلغت قيمة تقديره - 0.000174 أي أن كل انخفاض بوحدة واحدة في سيولة السوق المالي يؤدي إلى ارتفاع القروض طويلة الأجل بقيمة 0.000174 ما يعني أن انخفاض سيولة السوق المالي تؤدي إلى توجه المؤسسات للتمويل عن طريق قروض طويلة الأجل، وهذا يتوافق مع الواقع الاقتصادي حيث أن انخفاض سيولة الأسواق المالية يجعل تداول الأدوات المالية في السوق ضعيفا وهذا يؤثر على المؤسسات التي تريد الحصول على الأموال عند طرحها للأدوات المالية يجعل الإقبال عليها ضعيفا أو منعدم، وبالتالي فالمؤسسة تتوجه إلى اقتصاديات الاستدانة وذلك عن طريق القروض طويلة الأجل، وعليه يمكن القول أنه تم التأكد من صحة الفرضية القائلة أن انخفاض سيولة السوق المالي يؤدي إلى توجه المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للتمويل عن طريق قروض طويلة الأجل
2. بالنسبة للمتغيرات الضابطة في الدراسة:

- تكلفة التمويل: إن تكلفة الأموال أو كلفة التمويل أو التكلفة الوسطية المرجحة تؤثر إيجابا على القروض طويلة الأجل حيث بلغت قيمة تقديره 0.295759 أي أن كل تغير بوحدة واحدة في تكلفة الأموال

يؤدي إلى ارتفاع قيمة القروض طويلة الأجل بقيمة 0.295759 وتفسير ذلك أن عدم توفر موارد مالية ذاتية كافية يؤدي بالمؤسسة إلى اللجوء إلى الاقتراض بالرغم من ارتفاع تكلفة التمويل.

- **العائد على الاستثمار:** نلاحظ أن العائد على الاستثمار لا يؤثر على قيمة القروض طويلة الأجل، لأن تأثيره غير معنوي.

- **العائد على حقوق المساهمين:** نلاحظ أن العائد على حقوق المساهمين لا تؤثر على قيمة القروض طويلة الأجل، لأن تأثيرها غير معنوي.

- **نسبة المديونية:** من خلال الجدول السابق نلاحظ أن نسبة المديونية تؤثر إيجاباً على قيمة القروض طويلة الأجل حيث بلغ تقديرها 2089694، أي أن كل تغير بوحدة واحدة في نسبة المديونية يؤدي إلى ارتفاع قيمة القروض طويلة الأجل بقيمة 2089694. وهذا عكس ما هو متوقع حيث عند زيادة نسبة المديونية فقد يتردد المقرضون في منح قروض طويلة الأجل أو يفرضون شروط صارمة أو فوائد مرتفعة مما يؤدي إلى انخفاض القروض طويلة الأجل داخل المؤسسة.

- **التدفقات النقدية:** من خلال الجدول السابق نلاحظ أن التدفقات النقدية لا تؤثر على قيمة القروض طويلة الأجل لأن تأثيرها غير معنوي.

3. بالنسبة للمغيرات الصورية: سنحاول إدراجها في جدول التالي:

الجدول رقم (25): الحد الثابت لنموذج القروض طويلة الأجل

| المؤسسة | الأثر |
|---------|-----------|
| DADI | 4386128. |
| HPIC | -752915.5 |
| PHIL | -1469610. |
| ICAG | 873870.5 |
| ACDT | -1367131. |
| JOIR | 234805.4 |
| MBED | -977648.5 |
| JPPC | 929873.1 |
| JODA | -691821.5 |
| GENI | -1139674. |
| UMIC | -1212852. |
| NATP | -2713132. |
| NDAR | -1336561. |
| JVOI | -1341281. |
| UTOB | 8145419. |
| AALU | -1381105. |

| | |
|-----------|--------------|
| -1490136. | Nast |
| -1538121. | JOPH |
| 7459351. | APOT |
| 4379870. | JOST |
| -1293518. | NATA |
| -373437.5 | UCIC |
| -1082670. | JOWM |
| -638437.0 | Wire |
| -1500961. | AQRM |
| -900009.1 | ASAS |
| -281511.1 | RMCC |
| -1236372. | ASPMM |
| -1684063. | JOPI |
| -6349.477 | MANR |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviwes12

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن كل معلمات المتغيرات الحد الثابت ذات دلالة إحصائية، ما يعني أن هناك اختلافات بين الأفراد والتي تمثل في دراستنا هذه المؤسسات الصناعية في بورصة عمان في دولة الأردن حيث أن سبب الدلالة الإحصائية لهذه المعلمة التقاطعية هو أن لكل مؤسسة من المؤسسات المأخوذة في دراستنا فوارق واختلافات تميزها عن بعضها البعض، حيث لا يكمن هذا الاختلاف في سيولة الأسواق المالية كمتغير مستقل والمتغيرات الضابطة التي تم الاعتماد عليها في دراستنا، بل يرجح الاختلاف لأسباب أخرى، الاختلاف يكمن ربما في المتغيرات الكيفية التي لا يمكن الحصول عليها أو حسابها مثل الموقع الجغرافي، حجم المؤسسة، طبيعة نشاط المؤسسة، وإلى غير ذلك من العوامل التي لم تدرج في النموذج.

المطلب الثالث: قياس تأثير سيولة الأسواق المالية على الأرباح المحتجزة

لاختبار صحة الفرضية القائلة أن انخفاض سيولة السوق المالي يؤدي إلى توجه المؤسسات للتمويل عن طريق الأرباح المحتجزة في بورصة عمان الفترة خلال 2011-2022 ولتأكد من صحتها يتم تقدير نماذج الانحدار البائل الساكن (Panel Data) وبعد ذلك انحدار برايس-وينستن.

أولاً: التقدير باستخدام نماذج البائل الساكن للأرباح المحتجزة

لدراسة أثر درجة سيولة الأسواق المالية على الأرباح المحتجزة خلال الفترة 2011-2022 باستخدام بيانات البائل الساكن. باعتماد على الدراسات السابقة والنظرية الاقتصادية المتعلقة بموضوع تأثير درجة سيولة الأسواق المالية على أرباح المحتجزة يتم عرض المتغيرات المدرجة في الدراسة ويتم الصياغة النموذج على الشكل الموالي:

$$RE_{it} = \alpha_i + \beta_1 LFM_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 CFW_{it} + \beta_4 ROI_{it} + \beta_5 DT_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \varepsilon_{it}$$

1. تقدير نماذج بائل للأرباح المحتجزة: تظهر نتائج تقدير هذه النماذج في الجدول التالي:

الجدول (26): نتائج تقدير نماذج بائل للأرباح المحتجزة

| إجمالي المشاهدات: 360 | | T=12 | | N=30 | | الفترة: 2011-2020 |
|---------------------------|------------|-------------------------|------------|-------------------------|-----------|-----------------------|
| نموذج ذو الآثار العشوائية | | نموذج ذو الآثار الثابتة | | نموذج الانحدار التجميعي | | المتغيرات المستقلة |
| p.value | Coef | p.value | Coef | p.value | Coef | |
| 0.0000 | 43601389 | 0.2281 | 13285669 | 0.0054 | 43601389 | الحد الثابت |
| 0.0000 | -0.014870 | 0.6851 | -0.001127 | 0.0130 | -0.014870 | LFM |
| 0.3970 | 3.203008 | 0.6253 | -3.490482 | 0.6994 | 3.203008 | FC |
| 0.000 | 1.24 E +08 | 0.0049 | 1.13 E +08 | 0.0137 | 1.24E +08 | ROI |
| 0.3551 | 11208015 | 0.9933 | 110025.9 | 0.6536 | 11208015 | ROE |
| 0.0267 | -25372492 | 0.1220 | 39523538 | 0.3111 | -25372492 | DT |
| 0.000 | 2.324146 | 0.000 | - 0.641038 | 0.000 | 2.324146 | CFW |
| 0.4529 | | 0.8957 | | 0.452976 | | معامل التحديد |
| 48.7183 | | 79.51382 | | 48.71825 | | إحصائية فيشر |
| 0.00000 | | 0.0000 | | 0.0000 | | احتمالية إحصائية فيشر |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

بينت نتائج تقدير نماذج الانحدار لبيانات البائل الساكن الثلاث الرئيسية وهي: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)، نموذج ذو الآثار الثابتة (Fixed Effects Model) ونموذج الأثر العشوائي (Random Effects Model)، أن معاملات للمتغير المستقل المتمثل سيولة الأسواق المالية LFM والمتغيرات الضابطة والمتمثلة في تكلفة التمويل، معدل العائد على الاستثمار، معدل العائد على حقوق المساهمين نسبة المديونية والتدفقات النقدية تتباين بين قيم معنوية وغير معنوية عند مستوى معنوية 5% و 10%، أما معلمة الحد الثابت فهي تتباين بين معنوية وغير معنوية إحصائياً عند مستوى معنوية 5%

و10%، كما أشارت احتمالية إحصائية فيشر لكل من النماذج الثلاثة 0.00000, 0.0000, 0.0000 وهي قيم أقل من 5% إلى معنوية النماذج الثلاثة.

2. تحديد النموذج المناسب: ولتحديد النموذج الملائم تم الاعتماد على الاختبارات الإحصائية التالية:

الجدول رقم (27): نتائج اختبارات تحديد نموذج الأرباح المحتجزة

| القيمة الاحتمالية | قيمة الاختبار | |
|-------------------|---------------|-------------------------------------|
| 0.0000 | 47.434281 | اختبار (Fisher) |
| 0.0000 | 144.0381 | اختبار مضاعف لاغرنج (Breusch-Pagan) |
| 0.0000 | 1365.098678 | اختبار (Hausman) |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

بينت نتائج الجدول ما يلي:

- اختبار فيشر (Fisher): بينت نتائج القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر 0.0000 وهي أقل من 5% ما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية البديلة (H1) التي تنص على نموذج ذو الآثار الثابتة.
- اختبار مضاعف لاغرنج (LM Breusch-Pagan): بينت نتائج أن القيمة الاحتمالية لاختبار مضاعف لاغرنج 0.0000 وهي أقل من 5% ومنه يتم قبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود أثر العشوائي.
- اختبار هوسمان (Hausman): بينت نتائج أن القيمة الاحتمالية لاختبار هوسمان 0.000 وهي أقل من 5% ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، أي أن نموذج ذو الآثار الثابتة هو الملائم.

3. تقييم نموذج ذو الآثار الثابتة للأرباح المحتجزة: بناء على النتائج السابق فإن نموذج ذو الآثار الثابتة هو الملائم في دراسة وبالتالي سيتم وضعه وتقييم نتائجه.

الجدول (28): تقييم نموذج ذو الآثار الثابتة للأرباح المحتجزة

| نموذج ذو الآثار الثابتة | | |
|-------------------------|------------|--------------------|
| p.value | Coef | المتغيرات المستقلة |
| 0.2281 | 13285669 | الحد الثابت |
| 0.6851 | -0.001127 | LFM |
| 0.6253 | -3.490482 | FC |
| 0.0049 | 1.13 E +08 | ROI |
| 0.9933 | 110025.9 | ROE |
| 0.1220 | 39523538 | DT |
| 0.000 | - 0.641038 | CFW |
| 0.8957 | | معامل التحديد |

| | |
|------------|---------|
| معامل فيشر | 0.00000 |
|------------|---------|

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

من خلال الجدول أعلاه نستنتج مايلي:

تقدير هذا النموذج وفق المعادلة التالية:

$$RE = 13285669 - 0.0001127 LFM - 3.490482FC + 1.13 E + 08 ROI + 110025.9 ROE + 39523538DT - 0.641038 CFW + \varepsilon_t$$

$$R^2 = 0.8957$$

أ. **المعنوية الجزئية:** إن العلاقات بين المتغيرات كما يلي:

- لا توجد علاقة بين سيولة الأسواق المالية LFM والأرباح المحتجزة RE لأن القيمة الاحتمالية 0.6851 وهي أكبر من 10%.

- لا توجد علاقة بين تكلفة التمويل FC والأرباح المحتجزة RE لأن القيمة الاحتمالية 0.6253 وهي أكبر من 10%.

- توجد علاقة بين معدل العائد على الاستثمار ROI والأرباح المحتجزة RE، لأن القيمة الاحتمالية 0.0049 وهي أقل من 5%.

- لا توجد علاقة بين معدل العائد على حقوق المساهمين ROE والأرباح المحتجزة RE، لأن القيمة الاحتمالية للمعلمة 0.9933 وهي أكبر من 5%، 10%.

- لا وجود علاقة موجبة بين نسبة المديونية DT والأرباح المحتجزة RE لأن القيمة الاحتمالية للمعلمة 0.1220 وهي أكبر من 10%.

- توجد علاقة بين التدفقات النقدية والأرباح المحتجزة RE لأن القيمة الاحتمالية 0.0000 وهي أقل من 5%، 10%.

ب. **المعنوية الكلية:** تقدر قيمة الاحتمالية لفischer 0.0000 وهي معنوية عند مستوى معنوية 5%، ومنه يتم قبول الفرضية البديلة، ما يدل على معنوية الكلية للنموذج المقدر وصلاحيته للتحليل.

ج. **القدرة التفسيرية:** تقدرت قيمة معامل التحديد $R^2 = 0.8957$ ، مما يعني أن المتغيرات المستقلة ومتمثلة سيولة الأسواق المالية، تكلفة التمويل، معدل العائد على الاستثمار، معدل العائد على حقوق المساهمين نسبة المديونية والتدفقات النقدية تفسر 57%. 89 من التغير الحاصل في الأرباح المحتجزة، أما باقي النسبة فهي عوامل لم تدرج في النموذج.

4. **اختبارات تشخيص نموذج ذو الآثار الثابتة:** يجب أن نقوم بدراسة الاختبارات التي تبين لنا وجود مشاكل، فإذا أظهرت الاختبارات عدم وجود المشاكل القياسية فهذا يعني أن النموذج السابق يمكن إعماله، أي المعلومات السابقة المقدر في الجداول السابقة صحيحة، وعليه ننتقل مباشرة إلى مرحلة تفسير النتائج، أما إذا أظهرت نتائج الاختبارات وجود مشاكل قياسية في النموذج فهذا يعني أن المعلومات المقدر تكون متحيزة

الفصل الثالث: دراسة قياسية لتأثير سيولة الأسواق المالية على القرارات التمويلية في المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان بدرجة كبيرة أي أنها لا تتسم بالدقة في التقدير، ويجب إيجاد الحلول؛ لتأكد من خلو النموذج المقدر من المشاكل القياسية تم اجراء الاختبارات التالية:

الجدول رقم(29): اختبارات تشخيص نموذج ذو الآثار الثابتة للأرباح المحتجزة

| نوع الاختبار | القيمة الاحصائية | القيمة الاحتمالية |
|---------------------|------------------|-------------------|
| اختبار Pesaran CD | 3.821191 | .00001 |
| دربن واتسن | 0,64 | - |
| اختبار بروش-بايجن | 770.3346 | 0.0000 |
| اختبار ثبات التباين | 3154.092 | 0.0000 |

المصدر: من إعداد الطالبة من مخرجات برنامج Eviews 12

- اختبار (Pesaran CD): بينت نتائج احتمالية اختبار (Pesaran CD) 0.0001 وهي أقل من 5% من ومنه يتم قبول الفرضية البديلة أي وجود مشكلة ارتباط المقاطع للأخطاء.
- دربن واتسن: تشير القيمة الإحصائية لاختبار دربن واتسن 0.64، وهي قيمة بعيدة من عن 2 وبالتالي وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين الأخطاء؛
- اختبار بروش-بايجن: التي تظهر نتائجه في الجدول السابق، حيث قيمته الاحتمالية 0.0000 أصغر من 5%، ما يجعلنا نرفض فرض عدم القائل أن أخطاء النموذج غير مرتبطة فيما بينها، وبالتالي النموذج يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي؛
- اختبار ثبات التباين: بينت نتائج الجدول رقم أن القيمة الاحتمالية لاختبار نسبة المعقولة 0.0000 وهي أقل من 5%، ومنه يتم قبول الفرضية البديلة أي أن نموذج ذو الآثار الثابتة يعاني من مشكل عدم تجانس التباين.

ثانيا: التقدير باستخدام انحدار برانسن-وينستن للأرباح المحتجزة

سنتطرق إلى كيفية وطريقة معالجة النموذج الذي سنعمل عليه في دراستنا، حيث أننا سنعمل على طريقة انحدار برايس-وينستن التي تنص أو تفترض من البداية وجود مشكلة الارتباط الذاتي لأخطاء النموذج، وأيضا في نفس الوقت مشكلة عدم ثبات التباين أو إحداهما فقط، لأنها ذات قاعدة رياضية ملمة لكل الطرق التي نعرفها لمعالجة هذه المشاكل القياسية التي قد نصادفها، والجدول التالي يوضح نتائج تقدير النموذج المصحح.

الجدول رقم (30): نتائج تقدير النموذج المصحح للأرباح المحتجزة

| القيم | | المتغيرات المستقلة |
|----------|-----------|-----------------------|
| p. value | Coef | |
| 0.0000 | 23883092 | الحد الثابت |
| 0.0568 | -0.000249 | LFM |
| 0.5970 | 0.191522 | FC |
| 0.0798 | 4682854 | ROI |
| 0.2587 | 666472.3 | ROE |
| 0.3583 | 887041.2 | DT |
| 0.2878 | 0.071908 | CFW |
| 0.867944 | | معامل التحديد |
| 6824.927 | | إحصائية وولد |
| 0.0000 | | احتمالية إحصائية وولد |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

في هذه الخطوة سيتم تحديد معايير الجودة اللازمة لتقييم النموذج، أي أننا سنقوم بغزلة النتائج المحصلة لكي نأخذ قرار حول مساوى هذا النموذج المصحح ومزاياه، ونلاحظ من الجدول الأعلى أن المعاملات المقدره أي المعاملات الانحدارية للمتغيرات المستقلة (سيولة الأسواق المالية، تكلفة التمويل، معدل العائد على الاستثمار، معدل العائد على حقوق المساهمين، نسبة المديونية والتدفقات النقدية) تتباين بين قيم معنوية وغير معنوية عند مستوى معنوية 5% و 10%، أما معلمة الحد الثابت فهي معنوية احصائيا عند مستوى معنوية 5% ، كما نلاحظ أيضا أن احتمالية وولد أصغر تماما من 5% و 10% ما يسمح لنا أن نقول أن للنموذج معنوية إحصائية ككل، أي كل معاملات النموذج كمجموعة تؤثر تأثيرا جوهريا على المتغير التابع مما يدل على جودة وقوة النموذج المقدر في تفسير الظاهرة، وأخيرا المعيار الأساسي وهو معيار معامل التحديد، الذي يتضح أنه قد بلغت قيمته المقدره بـ 0.867944 أي 86% ما يعني أن النموذج المختار أو بالأحرى المتغيرات المستقلة الموضوعه في النموذج أو المتخذة في الدراسة ذات قوة تفسيرية كبيرة ولها تأثير قوي المتغير التابع الأرباح المحتجزة ، كما يمكننا استنتاج أنه بسبب ارتفاع معامل التحديد وبلوغه هذه القيمة يؤكد لنا أن النموذج المختار في الدراسة لا يحتوي نسبيا على متغيرات مهمله كثيرة، وهو شيء أساسي في دقة التقدير.

ثالثا: عرض نتائج التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة

بالاعتماد على نتائج تقدير نموذج البائل لقروض طويلة الأجل، وبناء على نتائج اختبار المفاضلة بين النماذج Hausman و اختبار Fisher واختبار Breusch – Pagan التي كلها أشارت إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم، يمكننا التعبير عن نتائج الدراسة اقتصاديا كالتالي:

1. بالنسبة للمتغير المستقل وهو أساس الدراسة: كما تشير النتائج المتحصل عليها من خلال تقدير نموذج الآثار الثابتة أن سيولة السوق المالي تؤثر سلبا على الأرباح المحتجزة حيث بلغت قيمة تقديره - 0.000249 أي أن كل انخفاض بوحدة واحدة في سيولة السوق المالي يؤدي إلى ارتفاع الأرباح المحتجزة بقيمة 0.000249 ما يعني أن انخفاض سيولة السوق المالي يؤدي إلى توجه المؤسسات للتمويل عن طريق الأرباح المحتجزة، وهذا يتوافق مع الواقع الاقتصادي حيث أن انخفاض سيولة الأسواق المالية يجعل تداول الأدوات المالية في السوق ضعيفا وهذا يؤثر على المؤسسات التي تريد الحصول على الأموال عند طرحها للأدوات المالية يجعل الإقبال عليها ضعيفا أو منعدما، وبالتالي فالمؤسسة تتوجه إلى اقتصاديات الاستدانة أو إلى الأرباح المحتجزة وعليه يمكن القول إنه تم التأكد من صحة الفرضية القائلة أن انخفاض سيولة السوق المالي يؤدي إلى توجه المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للتمويل عن طريق الأرباح المحتجزة.

2. بالنسبة للمتغيرات الضابطة في الدراسة:

- تكلفة التمويل: إن تكلفة الأموال أو كلفة التمويل أو التكلفة الوسطية المرجحة لا تؤثر على الأرباح المحتجزة لأن تأثيره غير معنوي.
- العائد على الاستثمار: نلاحظ أن العائد على الاستثمار يؤثر ايجابا على الأرباح المحتجزة، حيث بلغت قيمة تقديره 4682854 أي أن كل ارتفاع بوحدة واحدة في العائد على الاستثمار يؤدي إلى ارتفاع الأرباح المحتجزة بقيمة 4682854، وهذا هو المتوقع لأن المؤسسة التي تحقق معدلات عالية من العائد على الاستثمار تزيد أرباحها ومن المرجح أن تزيد معهم الأرباح الصافية، وكذا تجذب المستثمرين التي تؤدي إلى زيادة الاستثمارات ورفع سعر السهم وبالتالي تزيد القيمة السوقية التي تؤثر على زيادة الأرباح المحتجزة، وزيادة القدرة على التوسع والنمو الذي يؤدي إلى زيادة الإيرادات التي تؤدي إلى زيادة الأرباح وبالتالي زيادة الأرباح المحتجزة.
- العائد على حقوق المساهمين: من خلال الجدول السابق نلاحظ أن العائد على حقوق المساهمين لا تؤثر على قيمة الأرباح المحتجزة، لأن تأثيره غير معنوي.
- نسبة المديونية: من خلال الجدول السابق نلاحظ أن نسبة المديونية لا تؤثر على قيمة الأرباح المحتجزة لأن تأثيره غير معنوي.
- التدفقات النقدية: من خلال الجدول السابق نلاحظ أن التدفقات النقدية لا تؤثر على الأرباح المحتجزة لأن تأثيره غير معنوي.

3. بالنسبة للمغيرات الصورية: سنحاول إدراجها في جدول التالي:

الجدول رقم (31): الحد الثابت لنموذج الأرباح المحتجزة

| الأثر | المؤسسة |
|-----------|---------|
| -19705778 | DADI |
| -18563474 | HPIC |
| -22586837 | PHIL |
| -23904110 | ICAG |
| -23414105 | ACDT |
| -22991828 | JOIR |
| -20845007 | MBED |
| -24040326 | JPPC |
| -21400756 | JODA |
| -18754247 | GENI |
| -23073074 | UMIC |
| 6857940. | NATP |
| -23702134 | NDAR |
| -23192319 | JVOI |
| -23267531 | UTOB |
| -22981326 | AALU |
| -23331219 | Nast |
| -23645699 | JOPH |
| 6.17E+08 | APOT |
| -23909656 | JOST |
| -23262959 | NATA |
| -23544428 | UCIC |
| -9509737. | JOWM |
| -23524935 | Wire |
| -23656649 | AQRM |
| -23611624 | ASAS |
| -23513915 | RMCC |
| -22916819 | ASPMM |
| -23492302 | JOPI |
| -23177494 | MANR |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviwes12

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن كل معلمات الحد الثابت ذات دلالة إحصائية، الممثلة في الجدول السابق، ما يعني أن هناك اختلافات بين الأفراد والتي تمثل في دراستنا هذه المؤسسات الصناعية في بورصة عمان في دولة الأردن حيث أن سبب الدلالة الإحصائية لهذه المعلمة التقاطعية هو أن لكل مؤسسة من المؤسسات المأخوذة في دراستنا فوارق واختلافات تميزها عن بعضها البعض، حيث لا يكمن هذا الاختلاف في سيولة الأسواق المالية كمتغير مستقل والمتغيرات الضابطة التي تم اعتمادها، بل الاختلاف يكمن ربما في المتغيرات الكيفية التي لا يمكن الحصول عليها أو حسابها مثل: الموقع الجغرافي، حجم المؤسسة، طبيعة نشاط المؤسسة، الطبيعة القانونية للمؤسسة وإلى غير ذلك من العوامل التي لم تدرج في النموذج.

خلاصة الفصل

من خلال دراستنا لتأثير سيولة الأسواق المالية والمعبر عنها بعدد الأسهم المتداولة في السوق المالي ككل على القرار التمويلي الذي تم التعبير عنه بثلاث متغيرات إصدارات الأسهم العادية داخل المؤسسة، القروض طويلة الأجل والأرباح المحتجزة لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان الأردن، حيث تم الاعتماد على ثلاث نماذج المتعلقة بقرار التمويل، وقد تمت الدراسة على مرحلتين في دراسة تحليلية لمعرفة الارتباطات وقياسية لمعرفة إذا كان هناك تأثير وفي الدراسة القياسية اعتمد على نموذجين الانحدار اللوجستي ونموذج البانل الساكن.

فالنموذج الأول المتعلق بتأثير سيولة الأسواق المالية على إصدارات الأسهم العادية، فسيولة السوق المالي لها علاقة موجبة مع إصدارات الأسهم العادية وتؤثر إيجاباً عليها، والنموذج الثاني المتعلق بتأثير سيولة الأسواق المالية على القروض طويلة الأجل فسيولة السوق المالي له علاقة عكسية مع القروض طويلة الأجل وتؤثر سلباً عليه، والنموذج الثالث تأثير سيولة الأسواق المالية على الأرباح المحتجزة فسيولة السوق المالي له علاقة عكسية مع الأرباح المحتجزة تؤثر سلباً عليه، وبالتالي فإن الفرضيات الثلاثة محققة. أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة فيختلف تأثيرها على المتغيرات التابعة الثلاثة حسب النظرية المالية تارة وعكسها تارة أخرى.

خاتمة

أولاً: ملخص

تلعب الأسواق المالية دوراً أساسياً ومهماً لتمويل المؤسسات الاقتصادية، وذلك من خلال تقديمها الأموال اللازمة لهذه المؤسسات لتغطية احتياجاتها المالية، وتلجأ المؤسسات إلى السوق المالية من أجل جلب الأموال إذا كانت هذه الأسواق نشطة ولديها حركة وسرعة في تداول الأدوات المالية المتواجدة داخلها وهذا ما يعرف بمصطلح الأسواق المالية السائلة أو سيولة السوق المالي، أما إذا كانت هذه الأسواق غير نشطة ولديها نقص في حركة تداول الأدوات المالية المتواجدة فيها فهذا يدفع المؤسسات إلى البحث عن مصادر تمويل أخرى غير السوق المالي كالتوجه إلى التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل أو الأرباح المحتجزة، وبالتالي فإن سيولة السوق المالي يؤثر على قرار التمويل في المؤسسات الاقتصادية وهذا هو الهدف الأساسي من دراستنا معرفة درجة سيولة السوق المناسبة التي تجعل المدير المالي يتوجه بالمؤسسة نحو التمويل بالأسواق المالية أو العكس.

وقد تم التطرق في دراستنا في الفصل الأول إلى الجوانب النظرية للأسواق المالية من تطور مفهومها وتقسيمات الأسواق المالية وأهداف السوق المالي، وكفاءة أسواق رأس المال مفهوم ومتطلبات أو شروط كفاءة في سوق رأس المال وأشكال فرضية السوق الكفاء خصائص السوق الكفاء، مفهوم سيولة الأسواق المالية حيث تم إدراج ماهية السيولة وسيولة الأسواق المالية وتكاليف ضعف سيولة الأسواق المالية وأخيراً مقاييس قياس سيولة الأسواق المالية والتي تركز على التكاليف المعاملات، السعر، الحجم وأثار السوق، كما تم التطرق في الفصل الثاني إلى مفهوم القرار التمويلي من خلال ماهية اتخاذ القرار تم القرار التمويلي والأدوات المستخدمة في اتخاذ قرار التمويلي، محددات القرار التمويلي سواء كانت كمية أو كيفية أو محددات أخرى، ضعف سيولة السوق المالي والتمويل من السوق النقدي وذلك من خلال معرفة السوق النقدي ومؤسساته وأدواته التمويلية ثم جودة سيولة السوق المالي والتمويل من سوق رأس المال وأهم الأدوات، وأخيراً تطرقنا الجانب التطبيقي حول درجة سيولة الأسواق المالية والقرارات التمويلية في المؤسسات الاقتصادية، من خلال إجراء دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لمجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة عمان، حيث تطرقنا في إلى الإطار التحليلي والقياسي المتبع في التحليل وذلك من خلال مدخل للمركبات الأساسية وكذا مدخل لبيانات بانل والنماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل أساليب اختيار النموذج الملائم لبيانات بانل، وكذا منهجية الدراسة من خلال معرفة نشأة بورصة عمان ثم مجتمع وعينة الدراسة ووصف متغيرات الدراسة، تم الاعتماد على المنهج التحليلي لمعرفة الارتباطات بين المتغيرات وفي الأخير تم تطبيق النموذج القياسي على البيانات المالية المتحصل عليها من المؤسسات الصناعية في بورصة عمان وذلك عن طريق ثلاث نماذج للدراسة نموذج متعلق بقيمة الأسهم العادية والذي أعتمد على نموذج اللوجستي والثاني بقروض طويلة الأجل عن طريق البانل الساكن والثالث بالأرباح المحتجزة عن طريق البانل الساكن، ثم تم استخراج النتائج وعرضها والإجابة على فرضيات الدراسة.

ثانياً: نتائج الدراسة

من خلال دراستنا المتمثلة في تأثير درجة سيولة الأسواق المالية على القرار التمويلي في المؤسسات الصناعية في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2022 يمكننا عرض أهم النتائج المتوصل إليها.

1. النتائج المتعلقة بالجانب النظري:

- التعرف على الأسواق المالية وكذا تقسيماتها؛
- التعرف على سيولة بصفة عامة وسيولة الأسواق بصفة خاصة؛
- معرفة القرار التمويلي ومحدداته؛
- عند ضعف أو نقص سيولة الأسواق المالية يؤدي ذلك إلى التوجه نحو اقتصاديات الاستدانة؛
- عند زيادة سيولة الأسواق المالية يؤدي ذلك إلى التوجه نحو التمويل عن طريق أدوات سوق رأس المال.

2. النتائج المتعلقة بالجانب الميداني: سنقوم بوضع نتائج الدراسة التحليلية باستخدام المركبات الأساسية والقياسية باستخدام الانحدار اللوجستي ونماذج البائل الساكن.

أ. النتائج المتعلقة بالدراسة التحليلية لمتغيرات الدراسة

- إصدارات الأسهم العادية: مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع كل من قروض طويلة الأجل LTDE، سيولة الأسواق المالية LFM، تكلفة التمويل FC ونسبة المديونية DT وتبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.053، 0.098، 0.054، 0.156)، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات، أما مع متغير أرباح محتجزة RE، معدل العائد على الاستثمار ROI، التدفقات النقدية CFW ومعدل العائد على حقوق المساهمين ROE تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.032، 0.031، 0.033)، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات؛
- سيولة الأسواق المالية LFM: مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع كل من معدل العائد على الاستثمار ROI، التدفقات النقدية CFW ومعدل العائد على حقوق المساهمين ROE وتبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.025، 0.11، 0.062)، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات، أما مع متغير أرباح محتجزة RE، قروض طويلة الأجل LTDE، تكلفة التمويل FC ونسبة المديونية DT تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.025، 0.07، 0.103، 0.103)، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات؛
- تكلفة التمويل FC: مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع كل من قروض طويلة الأجل LTDE ونسبة المديونية DT وتبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.432، 0.362)، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات، أما مع متغير أرباح محتجزة RE، معدل العائد على الاستثمار ROI، التدفقات النقدية CFW ومعدل العائد على حقوق المساهمين ROE تبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.108، 0.243، 0.142، 0.096)، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات؛

- **معدل العائد على الاستثمار ROI:** مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع كل من أرباح محتجزة RE، التدفقات النقدية CFW و معدل العائد على حقوق المساهمين ROE وتبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.237، 0.198، 0.353)، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات، أما مع متغير قروض طويلة الأجل LTDE ونسبة المديونية DT وتبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.101، 0.020)، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات؛

- **نسبة المديونية DT:** مرتبط ارتباط ضعيف وسالب مع كل من أرباح محتجزة RE، التدفقات النقدية FW ومعدل العائد على حقوق المساهمين ROE وتبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.145، 0.165، 0.199)، وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات، أما مع متغير قروض طويلة الأجل فهو مرتبط ارتباط موجب وضعيف تبلغ قيم الارتباط 0.27 وتدل على وجود علاقة طردية بين نسبة المديونية DT وقروض طويلة الأجل LTDE.

- **التدفقات النقدية CFW:** مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع كل من معدل العائد على حقوق المساهمين ROE ومتغير قروض طويلة الأجل LTDE وتبلغ قيم الارتباط R لهذه المتغيرات على التوالي (0.1، 0.342)، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرات. أما مع متغير أرباح محتجزة RE فهو مرتبط ارتباط موجب ومتوسط وتبلغ قيمة الارتباط 0.65؛

- **معدل العائد على حقوق المساهمين ROE:** مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع أرباح محتجزة RE، وتبلغ قيم الارتباط (R) (0.123)، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين، أما مع متغير قروض طويلة الأجل LTDE فهو مرتبط ارتباط ضعيف وسالب وتبلغ قيم الارتباط 0.054 وتدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين.

- **الأرباح المحتجزة RE:** مرتبط ارتباط ضعيف وموجب مع متغير قروض طويلة الأجل LTDE وتبلغ قيم الارتباط 0.297، وتدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين.
ب. **النتائج المتعلقة بالدراسة القياسية :**

- ارتفاع سيولة السوق المالي تؤدي إلى توجه المؤسسات للتمويل عن طريق الإصدارات الجديدة للأسهم العادية؛

- لا يوجد تأثير لتكلفة التمويل على إصدارات الجديدة للأسهم العادية؛

- لا يوجد تأثير معدل العائد على الاستثمار على إصدارات الجديدة للأسهم العادية؛

- لا يوجد تأثير العائد على حقوق المساهمين على إصدارات الجديدة للأسهم العادية؛

- كلما زادت قيمة نسبة المديونية زاد احتمال زيادة إصدارات الأسهم العادية؛

- لا يوجد تأثير التدفقات النقدية على إصدارات الجديدة للأسهم العادية؛

- أن سيولة السوق المالي تؤثر سلبا على القروض طويلة الأجل حيث بلغت قيمة تقديره -0.000174 أي أن كل انخفاض بوحدة واحدة في سيولة السوق المالي يؤدي إلى ارتفاع القروض طويلة الأجل بقيمة 0.000174؛

- تكلفة الأموال أو كلفة التمويل أو التكلفة الوسطية المرجحة تؤثر إيجابا على القروض طويلة الأجل حيث بلغت قيمة تقديره 0.295759 ؛
- العائد على الاستثمار لا يؤثر على قيمة القروض طويلة الأجل؛
- العائد على حقوق المساهمين لا يؤثر على قيمة القروض طويلة الأجل؛
- نسبة المديونية يؤثر إيجابا على قيمة القروض طويلة الأجل حيث بلغ تقديرها 2089694، أي أن كل تغير بوحدة واحدة في نسبة المديونية يؤدي إلى ارتفاع قيمة القروض طويلة الأجل بقيمة 2089694؛
- التدفقات النقدية لا تؤثر على قيمة القروض طويلة الأجل؛
- سيولة السوق المالي تؤثر سلبا على الأرباح المحتجزة حيث بلغت قيمة تقديره -0.000249 أي أن كل انخفاض بوحدة واحدة في سيولة السوق المالي يؤدي إلى ارتفاع الأرباح المحتجزة بقيمة 0.000249؛
- أي أن تكلفة الأموال أو كلفة التمويل أو التكلفة الوسطية المرجحة لا يؤثر على الأرباح المحتجزة؛
- العائد على الاستثمار يؤثر إيجابا على الأرباح المحتجزة، حيث بلغت قيمة تقديره 4682854 أي أن كل ارتفاع بوحدة واحدة في العائد على الاستثمار يؤدي إلى ارتفاع الأرباح المحتجزة بقيمة 4682854؛
- العائد على حقوق المساهمين لا يؤثر على قيمة الأرباح المحتجزة؛
- نسبة المديونية لا تؤثر على قيمة الأرباح المحتجزة؛
- التدفقات النقدية لا تؤثر على الأرباح المحتجزة.

ثالثا: الاقتراحات

- على ضوء النتائج المتوصل إليها، نقدم مجموعة من المقترحات والتي نراها مفيدة ولها صلة بموضوع الدراسة كما يلي:
- أن تتضمن الإدارة المالية في المؤسسات على مختصين ومحللين وخبراء ماليين يمتلكون مستويات علمية عالية وتجارب علمية خاصة في مجال التمويل باعتبار قرارات التمويل من بين القرارات التي لها تأثير على الوضعية المالية سواء بالنسبة للسوق أو المؤسسة؛
 - على المدير المالي في ظل المخاطر المالية وعدم التأكد، المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة واختيار القرار التمويلي المناسب، وفق عدة معايير وعدم الاعتماد على معيار واحد؛
 - على المؤسسات المدرجة في بورصة عمان الإفصاح عن جميع بياناتها المالية وإتاحتها لجميع المتعاملين في البورصة لزيادة عمليات بيع وشراء الأدوات المالية وبالتالي زيادة سيولة السوق المالية؛
 - توليد الثقة في البورصة كمصدر تمويلي للمستثمرين من خلال نشر الثقافة البورصة بينهم بوسائل الاتصال المختلفة (ترويج الأدوات المالية)، من أجل زيادة عملية شراء وبيع الأدوات المالية وبالتالي زيادة سيولة السوق؛
 - التركيز على دراسة كل جانب من الجوانب التي تؤثر على القرار التمويلي قبل اتخاذ هذا القرار.

رابعاً: آفاق البحث

- من خلال دراستنا لموضوع سيولة الأسواق المالية والقرار التمويلي، يمكن اقتراح بعض الدراسات ذات العلاقة بموضع بحثنا والتي قد تشكل مواضيع مستقبلية من أجل دراستها:
- دراسة تأثير سيولة الأسواق المالية على القرار الاستثماري في المؤسسات المدرجة في البورصة.
 - دراسة تأثير سيولة الأسواق المالية على القرار التمويلي حسب معيار حجم المؤسسات.
 - دراسة لتأثير سيولة سوق الفوركس على ربحية الأسهم في المؤسسات الاقتصادية.
 - دراسة تأثير تكلفة التمويل على القرار التمويلي في ظل سيولة الأسواق المالية.

المراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب

1. إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2010.
2. ابراهيم المصري، الاقتصاد النقدي - نقود، بنوك، بازل، ط1، دار الحكمة، القاهرة، مصر، 2014.
3. ابراهيم بدر شهاب الخالدي، السلوك التنظيمي - منحى تطبيقي معاصر - ، ط1، دار الأعلام، عمان، الأردن، 2012.
4. أبو ناصر عصام، أسواق الأوراق المالية - البورصة في ميزان الفقه الإسلامي-، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006.
5. أجين برغام ترجمة محمود فتوح، عمر عبد الكريم، الإدارة المالية-أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات، القرارات التمويلية الإستراتيجية-، ج 2، ط1، شعاع، حلب، سوريا، 2010.
6. أحمد أبو الفتوح على الناقة، نظرية النقود والأسواق المالية - مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية- ، ط1، مكتبة الإشعاع الفنية، الاسكندرية، 2001.
7. أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، ط1، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، 2006.
8. أحمد فريد مصطفى، محمد عبد المنعم عفر، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مؤسسة شباب الجامعة، دون بلد، 2000.
9. أزهرى الطيب الفكري أحمد، أسواق المال، ط1، دار الجنان، عمان، الأردن، 2018.
10. أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2005.
11. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية- الأسس العلمية والتطبيقية-، ط4، دار وائل، عمان، الأردن.
12. أسماء كسري، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، ط1، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية، عمان، الأردن، 2016.
13. اسماعيل أحمد الشناوي، السيد محمد أحمد السريتي، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، قسم الاقتصاد-كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2006.

14. اسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
15. أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال في بورصة -صناديق الاستثمار- أسواق رأس المال-الخطوات العملية والثغرات القانونية-، ط1، دار إيتراك، القاهرة، مصر، 2008.
16. أمين شاعر عبد الخالق، الرفع المالي في أسواق رأس المال والنقد والفوركس -دراسة فقهية اقتصادية مقارنة-، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2021.
17. بلعوز بن علي، محمدي الطيب أحمد، دليلك في الاقتصاد-النقدي، البنكي، الدولي، أسواق المالية والمالية العامة، دار الخلودونية، الجزائر، 2008.
18. بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات، ط1، دار علي بن زيد، بسكرة، الجزائر، 2019.
19. بن زكورة العونية، تسيير وإستراتيجية مؤسسة، ط1، منشورات ألفا للوثائق، عمان، الأردن، 2022.
20. بلعوز بن علي، عبد الكريم قندوز، وآخرين، إدارة المخاطر -إدارة المخاطر، المشتقات المالية، الهندسة المالية-، مؤسسة الوراق، ط1، عمان، الأردن، 2013.
21. بني هاني عبد الرزاق، الاقتصاد القياسي - نظرية الانحدار البسيط والمتعدد-، ج2، ط1، دار وائل عمان، الأردن.
22. جبار محفوظ، الأسواق المالية - مفاهيم أساسية-، ج1، دار هومه، بوزريعة، الجزائر، 2017.
23. جبار محفوظ، الأسواق المالية- الأسواق والأدوات المالية-، ج2، دار هومه، بوزريعة، الجزائر، 2017.
24. جبار محفوظ، الأسواق المالية-إستراتيجيات الاستثمار والتحوط-، ج3، دار هومه، بوزريعة، الجزائر، 2017.
25. جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2014.
26. جمال اليوسف، فواز الحمودي، الإدارة المالية، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السعودية، 2018.
27. حسن على معتوق، برامج التنمية الإدارية وأثرها على فاعلية اتخاذ القرارات، مكتبة المجمع العربي، ط1، عمان، الأردن، 2016.
28. حسين حريم، السلوك التنظيمي - سلوك الأفراد والجماعات في منظمات الأعمال-، ط4، دار الحامد، عمان، الأردن، 2013.
29. حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية- النشأة، المفهوم، الأدوات-، مطبعة جامعة كربلاء، مركز الدراسات الاستراتيجية، 2014.

30. خالد الراوي، عبد الله بركات، وآخرون، **نظرية التمويل الدولي**، ط2، دار المناهج، عمان، الأردن، 2002.
31. خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، **اقتصاد العمليات المصرفية - المحلية والدولية -**، ط1، دار وائل، عمان، الأردن، 2006.
32. خالد محمد السواعي، **Eviews والقياس الاقتصادي**، ط1، دائرة المكتبة الوطنية، عمان، الأردن، 2012.
33. دامودار جوجاراتي، ترجمة هند عبد الغفار عودة، **الاقتصاد القياسي**، ج2، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية.
34. دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، ط1، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2010.
35. دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، ط2، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009.
36. دريد كامل آل شبيب، **مبادئ الإدارة المالية**، دار المناهج، الأردن، 2018.
37. سالم صلال الحسنوي، **الإدارة المالية الحديثة**، ط1، دار الرضوان، عمان، الأردن، 2018.
38. سالم صلال راهي الحسنوي، **الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية**، ط1، مؤسسة دار الصادق الثقافية، القاهرة، مصر، 2017.
39. سالم محمود عبود، أحمد محمد فهمي البرونجي، **التحليل المالي - منهج تحليلي لتقويم الأداء ودعم العملية الإدارية -**، ط1، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، بغداد، 2019.
40. سرمد كوكب الجميل، **المدخل إلى الأسواق المالية**، ط1، شركة دار الأكاديميون، عمان، الأردن، 2018.
41. سعود جايد مشكور العامري، عبد الستار مصطفى الصياح، آخرين، **أساسيات الإدارة المالية الحديثة**، دار عيذاء، عمان، الأردن، 2019.
42. سوزي عدلي ناشد، **مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي**، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2005.
43. السيد متولي عبد القادر، ط1، **الأسواق المالية والنقدية في عام متغير**، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
44. شقيري نوري موسى، **الأسواق المالية وآليات التداول**، ط1، دار الحامد، عمان، الأردن، 2019.
45. شقيري نوري موسى، محمود إبراهيم نور، وآخرون، **المؤسسات المالية المحلية والدولية**، ط2، دار المسيرة، 2011.

46. شوقي بورقبة، التمويل في البنوك التجارية والبنوك الإسلامية - دراسة مقارنة من حيث المفاهيم والجراءات التكلفة-، ط1، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2013.
47. صواليي صدر الدين ، تحليل المعطيات، دار هومة، الجزائر، 2012.
48. طارق عبد الرؤوف، إيهاب عيسى المصري، صناعة واتخاذ القرار، ط1، مؤسسة طيبة، القاهرة، 2016.
49. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية- المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
50. طاهر فاضل البياتي، ميرال روجي سمارة، النقود والبنوك والمتغيرات الاقتصادية المعاصرة، ط1، دار وائل، عمان، 2013.
51. عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010.
52. عبد الرحمن يسرى أحمد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، بدون بلد، 2003.
53. عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية - دراسة الجدوى، مصادر التمويل، التخطيط المالي، التحليل المالي، الأسهم والسندات المالية، تحليل الربحية الإسلامية-، المكب العربي الحديث، إسكندرية، مصر، 2007.
54. عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، برنامج العلوم الإدارية-التمويل والإدارة المالية-، جامعة السودان المفتوحة، السودان، 2005.
55. عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، ط5، مطابع السروات، جدة، السعودية، 2017.
56. عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، ط2، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، 2013.
57. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2007.
58. عطية عبد القادر محمد. عبد القادر، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، دون دار نشر، دون بلد، دون سنة .
59. علي جبران عبد العالي، الإدارة المالية -الأساسيات النظرية والتطبيقية-، ط1، مؤسسة دار الصادق الثقافية، بغداد، العراق، 2021.
60. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، ط1، دار المناهج للتوزيع والنشر، عمان، الأردن، 2013.
61. فاروق عبده فلييه، محمد عبد المجيد، السلوك التنظيمي في إدارة المؤسسات التعليمية، دار المسيرة، ط1، عمان، الأردن، 2005.

62. فتح الله ولعو، الاقتصاد السياسي- توزيع المداخل النقد والائتمان-، ط1، دار الحداثة، بيروت، لبنان، 1981.
63. فهد عبد الله الحويماني، المال والاستثمار في الأسواق المالية، ط2، مطابع الهلال للأوفست، الرياض، 2006.
64. مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية- من منظور إسلامي-، ط 1، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2010.
65. مجدي الجعبري، التحليل المالي المتقدم ، ط1، دار الحكمة، مصر، 2014.
66. مجدي محمود شهاب، الاقتصاد النقدي- النظرية الاقتصادية، المؤسسات النقدية -تطور النظام المصري واللبناني التوجه الإسلامي للنظام المصرفي-، الدار الجامعية، بيروت، 1990
67. مجمع اللغة العربية، المعجم الوجيز، دار التحرير، مصر، 1989.
68. محب خله توفيق، اقتصاديات التمويل الإداري، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013.
69. محب خله توفيق، تحليل الاستثمار المالي - الأدوات والتمويل والمخاطر، الإطار النظري والتطبيقي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2022.
70. محمد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، ط1، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2018.
71. محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية -الأصول العلمية والتحليل الأساسي-، ط1، زمزم، عمان، الأردن، 2009.
72. محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، ط2، مكتبة العبيكات، الرياض، 2004.
73. محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، ط2، الإسكندرية، مصر، 1998.
74. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، وآخرون، الإدارة المالية -التحليل المالي للمشروعات الجديدة-، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009.
75. محمد صالح القرشي، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط1، دار إثراء، عمان، الأردن، 2009.
76. محمد طنيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، ط1، دار المستقبل، عمان، الأردن، 2010.
77. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، دار إثراء، عمان، الأردن، 2010.

78. محمد غياث شيحة، التمويل- المبادئ، السياسات، التوجيهات الحديثة-، دار مؤسسة رسلان، بدون بلد، 2021.
79. محمد مطر، إدارة الاستثمارات- الإطار لنظري والتطبيقات العملية-، دار وائل، الأردن، 2015.
80. محمود أحمد فياض، عيسى يوسف قداة، وآخرون، مبادئ الإدارة -وظائف المدير- ، ط1، دار صفاء، عمان، الأردن، 2010.
81. محمود عزت اللحام، محمود إبراهيم نور، وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، ط2، مكتبة المجمع العربي، عمان، الأردن، 2016.
82. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية -مؤسسات، أوراق، بورصات- دار الشروق، ط1، عمان، الأردن، 2005.
83. مكيد علي، الاقتصاد القياسي دروس ومسائل محلولة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2007.
84. مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومه، الجزائر، 2019.
85. مليكاوي مولود، الاستراتيجية والتسيير المالي، ط1، دار هومه، الجزائر، 2018.
86. منال السعدي، عمر رأفت، وآخرون، الاستثمار والتمويل - سيكولوجية المتعاملين في أسواق المال استخدام منهج التحليل الفني-، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2014.
87. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، توزيع شركة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
88. منير إبراهيم هندي، إدارة المنشأة المالية وأسواق المال، مطبعة الدلتا، الإسكندرية، مصر، 2011.
89. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، المكتب العربي الحديث، ط6، إسكندرية، مصر، 2007.
90. منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل، وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، ط3، دار وائل، عمان، الأردن، 2008.
91. مهدي عطية الجبوري، أساسيات التمويل، دار المنهجية، عمان، الأردن، 2018.
92. مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطاونة، تحليل القوائم المالية -مدخل نظري وتطبيقي-، ط2، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2011.
93. نجاح عبد العليم، عبد الوهاب أبو الفتوح، أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، ط1، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2014.

94. نوال عبد الكريم الأشهب، اتخاذ القرارات الإدارية - أنواعها ومراحلها-، ط1، دار أمجد، عمان، الأردن، 2015.
95. هشام سعدي خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.
96. وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، ط1، دار المستقبل، عمان، الأردن، 2009.
97. الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية-، دار وائل، ط1، عمان، الأردن، 2006.
98. يوسف حسن يوسف، الأوراق المالية وسوق المال العالمي، ط1، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2017.
99. يوسف شكري فرحات، أميل بديع بعقوب، معجم الطلاب، ط6، دار الكتاب العلمية، بيروت، لبنان، 2004.

مقالات

1. إسماعيل سبتي، الزواوي أحمد المهدي، وآخرون، استخدام مؤشرات التسيير المالي والمحاسبي في ترشيد قرارات المؤسسة الإعلامية الرياضية -مجموعة bein القطرية نموذجاً-، حوليات جامعة الجزائر 1، المجلد 35، العدد 04، 2021 .
2. إياد طاهر محمد، محمد حمدان عدنان، سيولة الأسواق المالية وأثرها في عائد الأسهم، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 20، العدد 76، بغداد، 2014.
3. إيمان عبد المطلب حسين المولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 07، العدد 23، 2011.
4. بن امر بن حاسين، لحسين جديدين، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013.
5. جمعي محمد صالح، قرار التمويل وتأثيرها على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مجمع صيدال 2015- 2020، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 06، العدد 02، 2021.
6. حسين عدنان جواد، أحمد محمد قاروصة، وآخرون، دراسة تطبيقية لمقارنة بعض مقدرات نماذج بيانات السلسلة المقطعية في ظل مشكلتي عد الثبات والارتباط الذاتي، مجلة جامعة الاسكندرية للعلوم الإدارية، المجلد 60، العدد 4، مصر، 2023.
7. حيدر يونس الموسوي، آيات صالح الحلاوي، تأثير الاستثمار الأجنبي على سيولة الأسواق المالية - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية لمدة (2005-2016)، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 16، العدد 64، 2020.

8. دجلة ابراهيم العزاوي، زوينة عبد القادر، مقارنة الأساليب المستخدمة في تحديد المركبات الأساسية مع تطبيق عملي، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد13، العدد 45، بدون بلد، 2007.
9. دلفوف ستيان، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية-حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي-، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد14، العدد19، 2018.
10. راهم لخديري، العلاقة بين سيولة وكفاءة الأسواق المالية، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 23، 2018.
11. شحاتة عبد المنطلب حسن أحمد، مدي مشروعية التعامل في الأسهم والسندات من منظور إسلامي، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات، جامعة الأزهر، المجلد 05، العدد 02، كفر الشيخ، 2018.
12. شلابي عمار، تحليل التعادل كأداة إدارية لصنع القرار في المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة برميكس الشرق سكيكة-، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 04، العدد02، 2020.
13. ضياء إياد المصري، محمد سليم العيسى، أثر الرافعة التشغيلية والمالية على قيمة السهم -دراسة تطبيقية على القطاع المالي المدرج في بورصة عمان-، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 08، العدد 13، 2020.
14. عبد العظيم أبو زيد، التحليل الفقهي ولمقاصدي للمشتقات المالية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 27، العدد03، جامعة الملك عبد العزيز، 2014.
15. عدلي ابراهيم، حوشين يوسف، دراسة قياسية بين عوامل الطقس وانتشار فيروس كورونا في الجزائر - باستخدام نماذج بيانات البانل- مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 08، العدد 01، 2021.
16. العقون زهرة، العقون أم الخير، دراسة وصفية تحليلية لنماذج بانل، المجلة الجزائرية للأداء الاقتصادي، العدد06، الجزائر، 2021.
17. على سماري، ليلي أولاد ابراهيم، شركات رأس المال المخاطر كتقنية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، العدد01، 2018.
18. عماد الدين ابراهيم علي ، استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data في تحديد أهم عوامل النمو الاقتصادي في الدول العربية، المجلة العربية للإدارة، المجلد 43، العدد 02، 2023.
19. محمود جمام، أميرة دباش، أثر التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية -دراسة حالة البنوك التجارية بولاية جيجل-، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد04، جامعة أم البواقي، 2015.

20. مفتاح صالح، معافي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية -دراسة لواقع أسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد07، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010.
21. مقدم عبد الله، قдал زين الدين، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة مابين 2005-2017، مجلة المالية والأسواق، المجلد 06، العدد10، 2019.
22. وشة يحيى، عدوكة لخضر، التحليل بواسطة المركبات الأساسية كأداة لاتخاذ القرار، مجلة الابتكار والتسويق، العدد 3، 2015.
23. وهيبة بشارف، الضغوطات النفسية وعلاقتها بعملية اتخاذ القرار لدى المسير المالي الجزائري، مجلة تنوير للدراسات الأدبية والانسانية، العدد 09، 2019.
- ### أطروحات
1. بدروي شهيناز، موضوع تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم الاقتصاد النقدي والمالية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015.
2. بن حبيب طه، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر -دراسة تحليلية قياسية لحالة الدول العربية خلال الفترة 1995-2014، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة، الجزائر، 2017.
3. بوكستاني رشيد، معيقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.
4. حركاتي نبيل، تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2018.
5. سيرين سميح أبو رحمة، السيولة المصرفية وأثرها في العائد والمخاطرة- دراسة تطبيقية على المصارف التجارية الفلسطينية-، رسالة لنيل شهادة الماجستير في إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009.

6. شيماء يونس كاظم، أثر السيولة النقدية في مستوى أداء المصارف -دراسة تحليلية قياسية في بعض المصارف التجارية العراقية للمدة 1997-2011، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم المحاسبية، جامعة سانت كليمنس البريطانية، العراق، بغداد، 2014.
7. لوصيف كميلية، تدويل الخطر المالي وأثره على أسواق رأس المال في الدول العربية دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم لبواقي، الجزائر، 2019.
8. محمد الأمين خنيوة، فعالية إدارة التدفقات النقدية من خلال أدوات السوق النقدي، رسالة لنيل شهادة ماجستير في إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2008.
9. مخلخل زوينة، مساهمة نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات التمويلية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر -بسكرة، الجزائر، 2020.
10. هاني أنور صالحه، شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، غزة، فلسطين، 2017.
11. هدية حمزة القاق، العوامل المؤثرة على سيولة الأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة لنيل شهادة ماجستير في إدارة مالية ومصرفية، المعهد العالي لإدارة الأعمال، 2013.
12. يزن رأفت عبد الله خليل، أثر حجم التداول على مؤشر الأسعار في سوق عمان للأسهم المالية- دراسة تطبيقية على القطاع المصرفي المدرج في سوق عمان للأسهم المالية، أطروحة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2018.
- ملتقيات:

1. حنان حراث، صالح عياد، أثر البرامج الاستثمارية في تطوير السياحة الداخلية لتحقيق الميزة التنافسية - دراسة قياسية ومقارنة بين تونس والجزائر، المركز الجامعي أحمد زبانه، الملتقى الدولي الخامس السياحة الداخلية بين الواقع والمعمول، غليزان، الجزائر، 2018.

هيئات ودورات:

1. هيئة السوق المالية السعودية، دليل المصطلحات الاستثمارية، الرياض، المملكة العربية السعودية.
2. علي أحمد السالوس، إدارة السيولة في المصاريف الإسلامية، الدورة العشرون للمجتمع الفقهي الإسلامي، رابطة العالم الإسلامي، مكة المكرمة، 29 سبتمبر 2010.

مواقع إلكترونية:

1. موقع البورصة:

<https://staging.jordan.gov.jo/wps/portal/Home#/> ، التاريخ 06/08/2021 ، على الساعة 20:30.

المراجع باللغة الأجنبية

Books

1. Atrill P, **Financial management for decision makers**, Financial Times Prentice Hall, Harlow, England ; New York, 2012
2. Edward W Frees, **Longitudinal and panel data analysis and applications in the social sciences**, Cambridge University Press, 1 edition, Cambridge, UK; New York, 2004.
3. Erich A. Helfert, **Analysis tools and techniques: A guide for managers**, Mcgraw– Hill, 2001.
4. Frank J. FABOZZI, **Finance capital markets, Financial management and Investment managment**, John Wiley & Sonc, Inc, hoboken, new jersey ,2009.
5. Greene, William, **econometric analysis**,Prentice Hall, 5 thed, Upper Saddle River, New Jersey, 2002.
6. Gujarati N Damodar, **Basic Econometrics**, , The McGraw–Hill ,Boston ,4ed , 2004.
7. Jae K ; shim , and other, **Schaum’s outline– Fanancial management–**, McGraw– Hill companaies, 3ed, United States of america, 2007.
8. Kent Baker H ; Gary E Powell, **Undertanding Financial Management – A Practical Guide**, Blackwell , USA,2005.
9. Mishkin Fredric S, Eakins Stanly G, **Financial markets and institutions**, The Pearson series in fiénance, Pearson,9edition , Harlow, England London New York, 2018.
10. Mishkin Frederic S , **The economics of money, banking and financial markets**,14 th ed, Pearson Addison Wesley, Toronto, 2011.
11. Pandeyl. M , **Financial management**, 11th ed, Vikas, Noida, India , 2015.

12. Régis Bourbonnais, **Econométrie Cours et exercices corrigés**, 9ed, Dunod, France, 2015.
13. Saunders A; Cornett Marcia Million, **Financial markets and institutions**, 5th ed, McGraw–Hill, New York,2012.
14. Van Horne James C ; John Martin W, **Fundamentals of financial management**, Prentice Hall, Harlow, England, New York, 2008

Article

1. Alexandros G ; Massimiliano M ; Paolo Z, **Measuring market liquidity : An introductory survey**, Journal of Finance and Investment Analysis, V04, N04, 2012.
2. Andreas R. Dombet ; Daniel F and other, **What are the real effects of financial market liquidity ? Evidence on bank lending from the euro area**, Deutsche Bundesbank, N 34, 2018 .
3. Attila A, **The evolution of liquidity**, SSRN Electronic Journal , 2014.
4. Benić V; Franić I, **Stock Market Liquidity: Comparative Analysis of Croatian and Regional Markets**, Financial Theory and Practice , V 32 , N 04, 2008.
5. Godfrey Marozva, **Stock Market Liquidity and Monetary Policy**, International journal of economics and business administration, V11, 2020.
6. Hashem Pesaran, A; Ullah, Takashi Yamagata, **A Bias–Adjusted LM Test of Error Cross Section Independence**, Econometrics Journal, V11, N01, Oxford University press, 2008
7. Jean Pierre L, **Global liquidity – concept, measurement and policy implications–**, Bank for International Settlements, N 45, 2011, Basel, Switzerland.
8. Michael J. Fleming, **Measuring Treasury Market Liquidity**, Economic policy Review, V 09, N 03, 2003.

9. Oleh D ; Bruce B ; Danial N, **Covenient liquidity measure for financial markets**, Electonic Jornal, 2014.
10. Reschati,A ; Syaghdina, A ; **Handayani,S, Effect of liquidity, Profitability,and Size of Companies on Firm Value**, Utopía y Praxis Latinoamericana, V 25, N6, 2020, Universidad del Zulia, Venezuela.
11. Ruslan Y ; Craig W ; Charles A, **Do liquidity measures measure liquidity ?**, Journal of Financial Economics, V 92, N 02 , 2009.
12. Sidharth M ; Uttam S ; and other , **Multivariate Statistical Data Analysis– Principal Component Analysis, (PCA)**, International Jornal Of Liwestoch Resarch, V 07, N 05, 2017.
13. Wakara Ibrahimu N ; Jumanne M, and other, **The effect of financing decision on firm perfomance (A case of tanzania)**, International Journal of african and asian studies,V 60, 2020.

Thesis:

1. Ayad Assoil, **La mesure et la gestion du risque de liquidité sur le marché boursier du CAC 40** , thèse pour obtenir le grade de docteur en Science Economiques, école doctorale EDEG, Université Montpellier, Français, 2021.
2. Wissam Yousef saleem abu khater, **Using Principal Analysis in Functional Data**, thesis of M sc, i n Applied Statistics, Faculty Of Economics and Administative Sciences, Al Azhar University Gaza, 2017.

Others :

1. Abdourahmane S ; Tonny L , **Measuring Liquidity in Fanancial Markets**, International Monetary Fund, 2002.

2. Claudio B, **Special feature, Market liquidity and stress, selected issues and policy implications**, BIS Quarterly Review, 2000.
3. IOSCO, **Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets**, Report of the IOSCO Emerging Markets Committee, 2007.
4. PWC, **Global financial markets liquidity study**, 2015
5. Stefnó C ; Jens E ; Marie H and other, **Money markets, Central bank balance sheet and regulation**, Working Paper Series, N 2483, 2020.
6. U.S. Securities and Exchange Commission , **Access to Capital and Market Liquidity**, 2017.

Web site

1. Rebecca C, **What is market liquidity? Definition, calculation, and examples**, (22-12-2021) 20 :50.

الملاحق

الملحق رقم (01): نموذج الانحدار التجميعي لإصدارات الأسهم العادية

Dependent Variable: OSF
 Method: Panel Least Squares
 Date: 02/25/24 Time: 21:43
 Sample: 2011 2022
 Periods included: 12
 Cross-sections included: 30
 Total panel (balanced) observations: 360

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------------------|-------------|--------------------|-------------|-----------|
| C | -391581.4 | 194839.0 | -2.009769 | 0.0452 |
| LFM | 0.000150 | 7.45E-05 | 2.007483 | 0.0455 |
| FC | -0.003253 | 0.103648 | -0.031390 | 0.9750 |
| ROI | -349061.2 | 625002.4 | -0.558496 | 0.5769 |
| ROE | 23168.80 | 312097.8 | 0.074236 | 0.9409 |
| DT | 860583.0 | 312827.1 | 2.750986 | 0.0062 |
| CFW | -0.000347 | 0.001867 | -0.185950 | 0.8526 |
| Root MSE | 1149908. | R-squared | | 0.036447 |
| Mean dependent var | 197148.5 | Adjusted R-squared | | 0.020069 |
| S.D. dependent var | 1173084. | S.E. of regression | | 1161253. |
| Akaike info criterion | 30.78715 | Sum squared resid | | 4.76E+14 |
| Schwarz criterion | 30.86271 | Log likelihood | | -5534.687 |
| Hannan-Quinn criter. | 30.81720 | F-statistic | | 2.225384 |
| Durbin-Watson stat | 1.773947 | Prob(F-statistic) | | 0.040267 |

الملحق رقم(02): نموذج الآثار الثابتة لإصدارات الأسهم العادية

Dependent Variable: OSF
 Method: Panel Least Squares
 Date: 02/25/24 Time: 21:47
 Sample: 2011 2022
 Periods included: 12
 Cross-sections included: 30
 Total panel (balanced) observations: 360

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | -54860.84 | 288239.0 | -0.190331 | 0.8492 |
| LFM | 0.000148 | 7.27E-05 | 2.036987 | 0.0425 |
| FC | 0.089851 | 0.187078 | 0.480284 | 0.6313 |
| ROI | 138242.7 | 1047145. | 0.132019 | 0.8951 |
| ROE | -184244.0 | 343395.5 | -0.536536 | 0.5920 |
| DT | -202802.5 | 667837.4 | -0.303670 | 0.7616 |
| CFW | -0.000717 | 0.002761 | -0.259782 | 0.7952 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| | | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|--|----------|
| Root MSE | 1051790. | R-squared | | 0.193866 |
| Mean dependent var | 197148.5 | Adjusted R-squared | | 0.106783 |
| S.D. dependent var | 1173084. | S.E. of regression | | 1108684. |
| Akaike info criterion | 30.76988 | Sum squared resid | | 3.98E+14 |

| | | | |
|----------------------|----------|-------------------|-----------|
| Schwarz criterion | 31.15849 | Log likelihood | -5502.579 |
| Hannan-Quinn criter. | 30.92440 | F-statistic | 2.226230 |
| Durbin-Watson stat | 2.109457 | Prob(F-statistic) | 0.000160 |

الملحق رقم(03): نموذج الآثار العشوائية لإصدارات الأسهم العادية

Dependent Variable: OSF
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 02/25/24 Time: 21:49
Sample: 2011 2022
Periods included: 12
Cross-sections included: 30
Total panel (balanced) observations: 360
Swamy and Arora estimator of component variances

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | -317075.3 | 222224.3 | -1.426825 | 0.1545 |
| LFM | 0.000151 | 7.16E-05 | 2.106039 | 0.0359 |
| FC | 0.025868 | 0.128932 | 0.200635 | 0.8411 |
| ROI | -53949.93 | 753500.6 | -0.071599 | 0.9430 |
| ROE | -78985.55 | 316698.7 | -0.249403 | 0.8032 |
| DT | 597969.8 | 402452.6 | 1.485814 | 0.1382 |
| CFW | -0.000627 | 0.002188 | -0.286401 | 0.7747 |

| Effects Specification | | S.D. | Rho |
|-----------------------|--|----------|--------|
| Cross-section random | | 380068.2 | 0.1052 |
| Idiosyncratic random | | 1108684. | 0.8948 |

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| Root MSE | 1095678. | R-squared | 0.020491 |
| Mean dependent var | 126988.5 | Adjusted R-squared | 0.003842 |
| S.D. dependent var | 1108620. | S.E. of regression | 1106488. |
| Sum squared resid | 4.32E+14 | F-statistic | 1.230778 |
| Durbin-Watson stat | 1.950506 | Prob(F-statistic) | 0.289710 |

| Unweighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.034181 | Mean dependent var | 197148.5 |
| Sum squared resid | 4.77E+14 | Durbin-Watson stat | 1.766717 |

الملحق رقم(04): اختبار فيشر المقيد لإصدارات الأسهم العادية

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

| Effects Test | Statistic | d.f. | Prob. |
|--------------------------|-----------|----------|--------|
| Cross-section F | 2.181707 | (29,324) | 0.0006 |
| Cross-section Chi-square | 64.215840 | 29 | 0.0002 |

الملحق رقم (05): اختبار مضاعف لاغرينج لإصدارات الأسهم العادية

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

| | Test Hypothesis | | |
|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Cross-section | Time | Both |
| Breusch-Pagan | 12.07654 (0.0005) | 0.560102 (0.4542) | 12.63664 (0.0004) |
| Honda | 3.475132 (0.0003) | -0.748399 (0.7729) | 1.928091 (0.0269) |
| King-Wu | 3.475132 (0.0003) | -0.748399 (0.7729) | 1.185135 (0.1180) |
| Standardized Honda | 4.199789 (0.0000) | -0.388441 (0.6512) | -2.311345 (0.9896) |
| Standardized King-Wu | 4.199789 (0.0000) | -0.388441 (0.6512) | -2.741977 (0.9969) |
| Gourieroux, et al. | -- | -- | 12.07654 (0.0009) |

الملحق رقم (06): اختبار هوسمان لإصدارات الأسهم العادية

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

| Test Summary | Chi-Sq. Statistic | Chi-Sq. d.f. | Prob. |
|----------------------|----------------------|--------------|--------|
| Cross-section random | 0.000000 | 6 | 1.0000 |

الملحق رقم (07): معايير جودة التوفيق

Coefficients d'ajustement (Variable OSF) :

| Statistique | Indépendant | Complet |
|--------------------------------|-------------|----------|
| Observations | 360 | 360 |
| Somme des poids | 360,0000 | 360,0000 |
| DDL | 359 | 353 |
| -2 | | |
| Log(Vraisemblance) | 154,4826 | 137,6753 |
| R ² (McFadden) | 0,0000 | 0,1088 |
| R ² (Cox and Snell) | 0,0000 | 0,0456 |
| R ² (Nagelkerke) | 0,0000 | 0,1307 |
| AIC | 156,4826 | 151,6753 |

| | | |
|------------|----------|----------|
| SBC | 160,3687 | 178,8780 |
| Itérations | 0 | 7 |

الملحق رقم (08): اختبارات المعنوية الكلية للنموذج

Test de l'hypothèse nulle $H_0 : Y=0,0556$ (Variable OSF)

| Statistique | DDL | Khi ² | Pr > Khi ² |
|-----------------------|-----|------------------|-----------------------|
| -2 Log(Vraisemblance) | 6 | 16,80734 | 0,0100 |
| Score | 6 | 17,914 | 0,0065 |
| Wald | 6 | 15,19595 | 0,0188 |

الملحق رقم (09): اختبار هوزمر - ليمشو HL

Test de Hosmer-Lemeshow (Variable OSF)

| Statistique | Khi ² | DDL | Pr > Khi ² |
|--------------------------------|------------------|-----|-----------------------|
| Statistique de Hosmer-Lemeshow | 1,7508 | 8 | 0,9877 |

الملحق رقم (10): جودة التصنيف

Tableau de classification pour l'échantillon d'estimation (Variable OSF) :

| de \ Vers | 0 | 1 | Total | % correct |
|-----------|-----|---|-------|-----------|
| 0 | 339 | 1 | 340 | 99,71% |
| 1 | 20 | 0 | 20 | 0,00% |
| Total | 359 | 1 | 360 | 94,17% |

الملحق رقم (11): التقييم الجزئي ونتائج تقدير معلمات النموذج

| Source | DDL | Khi ² (Wald) | Pr > Wald | Khi ² (LR) | Pr > LR |
|--------|-----|-------------------------|-----------|-----------------------|---------|
| FC | 1 | 0,016626 | 0,8974 | 0,016860349 | 0,8967 |
| ROI | 1 | 0,696601 | 0,4039 | 0,706930352 | 0,4005 |
| DT | 1 | 5,489142 | 0,0191 | 5,169293042 | 0,0230 |
| CFW | 1 | 0,949888 | 0,3297 | 1,545613985 | 0,2138 |
| ROE | 1 | 0,195514 | 0,6584 | 0,202029491 | 0,6531 |
| LFM | 1 | 6,449852 | 0,0111 | 6,080050168 | 0,0137 |

الملحق رقم (12): معاملات اللوجت ونسب الرجبان للمتغيرات

| Source | Valeur | Erreur standard | Khi ² de Wald | Pr > Khi ² | Wald Borne inf. (95%) | Wald Borne sup. (95%) | Odds |
|-----------|---------|-----------------|--------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------|
| Constante | -5,2763 | 0,8968 | 34,6120 | < 0,0001 | -7,0341 | -3,5185 | |
| FC | 0,0000 | 0,0000 | 0,0196 | 0,8886 | 0,0000 | 0,0000 | |
| ROI | 1,4917 | 1,7952 | 0,6904 | 0,4060 | -2,0268 | 5,0102 | |
| DT | 2,6058 | 1,1101 | 5,5097 | 0,0189 | 0,4300 | 4,7816 | |
| CFW | 0,0000 | 0,0000 | 0,9588 | 0,3275 | 0,0000 | 0,0000 | |
| ROE | -0,4581 | 1,0289 | 0,1982 | 0,6562 | -2,4747 | 1,5585 | |
| LFM | 0,0000 | 0,0000 | 6,3568 | 0,0117 | 0,0000 | 0,0000 | |

الملحق رقم (13): نموذج الانحدار التجميعي للقروض طويلة الأجل

Dependent Variable: LTDE
Method: Panel Least Squares
Date: 02/15/24 Time: 15:06
Sample: 2011 2022
Periods included: 12
Cross-sections included: 30
Total panel (balanced) observations: 360

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | -22144.70 | 513094.2 | -0.043159 | 0.9656 |
| LFM | -0.000323 | 0.000196 | -1.647700 | 0.1003 |
| FC | 2.321363 | 0.272949 | 8.504765 | 0.0000 |
| ROI | -3421188. | 1645898. | -2.078615 | 0.0384 |
| ROE | 327319.0 | 821886.6 | 0.398253 | 0.6907 |
| DT | 3712525. | 823807.1 | 4.506547 | 0.0000 |
| CFW | 0.052286 | 0.004918 | 10.63221 | 0.0000 |

| | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|-----------|
| Root MSE | 3028197. | R-squared | 0.396808 |
| Mean dependent var | 1763761. | Adjusted R-squared | 0.386556 |
| S.D. dependent var | 3904456. | S.E. of regression | 3058075. |
| Akaike info criterion | 32.72372 | Sum squared resid | 3.30E+15 |
| Schwarz criterion | 32.79929 | Log likelihood | -5883.270 |
| Hannan-Quinn criter. | 32.75377 | F-statistic | 38.70336 |
| Durbin-Watson stat | 1.077499 | Prob(F-statistic) | 0.000000 |

الملحق رقم (14): نموذج الأثار الثابتة للقروض طويلة الأجل

Dependent Variable: LTDE
 Method: Panel Least Squares
 Date: 02/15/24 Time: 15:07
 Sample: 2011 2022
 Periods included: 12
 Cross-sections included: 30
 Total panel (balanced) observations: 360

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 268894.4 | 684404.1 | 0.392888 | 0.6947 |
| LFM | -0.000306 | 0.000173 | -1.770517 | 0.0776 |
| FC | 0.770184 | 0.444205 | 1.733847 | 0.0839 |
| ROI | 898418.6 | 2486375. | 0.361337 | 0.7181 |
| ROE | -364195.0 | 815369.3 | -0.446663 | 0.6554 |
| DT | 4668129. | 1585735. | 2.943827 | 0.0035 |
| CFW | 0.021894 | 0.006557 | 3.339145 | 0.0009 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|-----------|
| Root MSE | 2497403. | R-squared | 0.589735 |
| Mean dependent var | 1763761. | Adjusted R-squared | 0.545416 |
| S.D. dependent var | 3904456. | S.E. of regression | 2632494. |
| Akaike info criterion | 32.49940 | Sum squared resid | 2.25E+15 |
| Schwarz criterion | 32.88801 | Log likelihood | -5813.892 |
| Hannan-Quinn criter. | 32.65392 | F-statistic | 13.30668 |
| Durbin-Watson stat | 1.506031 | Prob(F-statistic) | 0.000000 |

الملحق رقم (15): نموذج الأثار العشوائية للقروض طويلة الأجل

Dependent Variable: LTDE
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 02/15/24 Time: 15:08
Sample: 2011 2022
Periods included: 12
Cross-sections included: 30
Total panel (balanced) observations: 360
Swamy and Arora estimator of component variances

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 219855.7 | 573201.5 | 0.383557 | 0.7015 |
| LFM | -0.000305 | 0.000170 | -1.787115 | 0.0748 |
| FC | 1.706923 | 0.333548 | 5.117475 | 0.0000 |
| ROI | -1625392. | 1926758. | -0.843589 | 0.3995 |
| ROE | 190737.9 | 765861.0 | 0.249050 | 0.8035 |
| DT | 3705209. | 1060756. | 3.492989 | 0.0005 |
| CFW | 0.036107 | 0.005518 | 6.543110 | 0.0000 |

| Effects Specification | | S.D. | Rho |
|-----------------------|--|----------|--------|
| Cross-section random | | 1200188. | 0.1721 |
| Idiosyncratic random | | 2632494. | 0.8279 |

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| Root MSE | 2709431. | R-squared | 0.208517 |
| Mean dependent var | 943541.7 | Adjusted R-squared | 0.195064 |
| S.D. dependent var | 3049728. | S.E. of regression | 2736163. |
| Sum squared resid | 2.64E+15 | F-statistic | 15.49966 |
| Durbin-Watson stat | 1.304461 | Prob(F-statistic) | 0.000000 |

الملحق رقم (16): اختبار فيشر المقيد للقروض طويلة الأجل

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

| Effects Test | Statistic | d.f. | Prob. |
|--------------------------|------------|----------|--------|
| Cross-section F | 5.253822 | (29,324) | 0.0000 |
| Cross-section Chi-square | 138.755561 | 29 | 0.0000 |

الملحق رقم (17): اختبار مضاعف لاغرونج للقروض طويلة الأجل

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

| | Test Hypothesis | | |
|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | Cross-section | Time | Both |
| Breusch-Pagan | 58.76908 (0.0000) | 0.389235 (0.5327) | 59.15831 (0.0000) |
| Honda | 7.666099 (0.0000) | -0.623887 (0.7336) | 4.979596 (0.0000) |
| King-Wu | 7.666099 (0.0000) | -0.623887 (0.7336) | 3.488916 (0.0002) |
| Standardized Honda | 8.679788 (0.0000) | -0.253698 (0.6001) | 1.050858 (0.1467) |
| Standardized King-Wu | 8.679788 (0.0000) | -0.253698 (0.6001) | -0.202999 (0.5804) |
| Gourieroux, et al. | -- | -- | 58.76908 (0.0000) |

الملحق رقم (18): اختبار هوسمان للقروض طويلة الأجل

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

| Test Summary | Chi-Sq. Statistic | Chi-Sq. d.f. | Prob. |
|----------------------|-------------------|--------------|--------|
| Cross-section random | 33.349954 | 6 | 0.0000 |

الملحق رقم (19): اختبار ارتباط المقاطع للأخطاء للقروض طويلة الأجل

Residual Cross-Section Dependence Test

Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals

Equation: Untitled

Periods included: 12

Cross-sections included: 30

Total panel observations: 360

Note: non-zero cross-section means detected in data

Cross-section effects were removed during estimation

| Test | Statistic | d.f. | Prob. |
|--------------------------|-----------|------|--------|
| Breusch-Pagan LM | 934.3429 | 435 | 0.0000 |
| Pesaran scaled LM | 16.92931 | | 0.0000 |
| Bias-corrected scaled LM | 15.56567 | | 0.0000 |
| Pesaran CD | 2.274224 | | 0.0230 |

الملحق رقم (20): اختبار نسبة المعقولية للقروض طويلة الأجل

Panel Cross-section Heteroskedasticity LR Test
Equation: UNTITLED
Specification: LTDE C LFM FC ROI ROE DT CFW
Null hypothesis: Residuals are homoskedastic

| | Value | df | Probability |
|------------------|----------|----|-------------|
| Likelihood ratio | 13549.59 | 30 | 0.0000 |

LR test summary:

| | Value | df |
|-------------------|-----------|-----|
| Restricted LogL | -5883.270 | 353 |
| Unrestricted LogL | 891.5272 | 353 |

الملحق رقم (21): النموذج المصحح للقروض طويلة الأجل

Dependent Variable: LTDE
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
Date: 02/16/24 Time: 00:08
Sample: 2011 2022
Periods included: 12
Cross-sections included: 30
Total panel (balanced) observations: 360
Linear estimation after one-step weighting matrix
Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 1207251. | 145143.1 | 8.317662 | 0.0000 |
| LFM | -0.000174 | 3.63E-05 | -4.805912 | 0.0000 |
| FC | 0.295759 | 0.108714 | 2.720527 | 0.0069 |
| ROI | -83523.65 | 389929.6 | -0.214202 | 0.8305 |
| ROE | 39467.22 | 203962.6 | 0.193502 | 0.8467 |
| DT | 2089694. | 295135.8 | 7.080451 | 0.0000 |
| CFW | 0.008047 | 0.013455 | 0.598064 | 0.5502 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

| | | | |
|--------------------|----------|--------------------|----------|
| Root MSE | 2147158. | R-squared | 0.675311 |
| Mean dependent var | 2271148. | Adjusted R-squared | 0.640236 |
| S.D. dependent var | 3294306. | S.E. of regression | 2263303. |
| Sum squared resid | 1.66E+15 | F-statistic | 19.25364 |
| Durbin-Watson stat | 1.031369 | Prob(F-statistic) | 0.000000 |

Unweighted Statistics

| | | | |
|-------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.574824 | Mean dependent var | 1763761. |
| Sum squared resid | 2.33E+15 | Durbin-Watson stat | 1.463842 |

الملحق رقم(22): اختبار وولد المعدل للقروض طويلة الأجل

Wald Test:
Equation: Untitled

| Test Statistic | Value | df | Probability |
|----------------|----------|----------|-------------|
| F-statistic | 111.9991 | (6, 324) | 0.0000 |
| Chi-square | 671.9947 | 6 | 0.0000 |

الملحق رقم (23): الحد الثابت لنموذج القروض طويلة الأجل

| | COUNTRIES | Effect |
|----|-----------|-----------|
| 1 | DADI | 4386128. |
| 2 | HPIC | -752915.5 |
| 3 | PHIL | -1469610. |
| 4 | ICAG | 873870.5 |
| 5 | ACDT | -1367131. |
| 6 | JOIR | 234805.4 |
| 7 | MBED | -977648.5 |
| 8 | JPPC | 929873.1 |
| 9 | JODA | -691821.5 |
| 10 | GENI | -1139674. |
| 11 | UMIC | -1212852. |
| 12 | NATP | -2713132. |
| 13 | NDAR | -1336561. |
| 14 | JVOI | -1341281. |
| 15 | UTOB | 8145419. |
| 16 | AALU | -1381105. |
| 17 | Nast | -1490136. |
| 18 | JOPH | -1538121. |
| 19 | APOT | 7459351. |
| 20 | JOST | 4379870. |
| 21 | NATA | -1293518. |
| 22 | UCIC | -373437.5 |
| 23 | JOWM | -1082670. |
| 24 | Wire | -638437.0 |
| 25 | AQRM | -1500961. |
| 26 | ASAS | -900009.1 |
| 27 | RMCC | -281511.1 |
| 28 | ASPMM | -1236372. |
| 29 | JOPI | -1684063. |
| 30 | MANR | -6349.477 |

الملحق رقم (24): نموذج الانحدار التجميعي للأرباح المحتجزة

Dependent Variable: RE
 Method: Panel Least Squares
 Date: 02/15/24 Time: 15:23
 Sample: 2011 2022
 Periods included: 12
 Cross-sections included: 30
 Total panel (balanced) observations: 360

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------------------|-------------|--------------------|-------------|-----------|
| C | 43601389 | 15580482 | 2.798462 | 0.0054 |
| LFM | -0.014870 | 0.005958 | -2.495885 | 0.0130 |
| FC | 3.203008 | 8.288283 | 0.386450 | 0.6994 |
| ROI | 1.24E+08 | 49978902 | 2.476234 | 0.0137 |
| ROE | 11208015 | 24957191 | 0.449090 | 0.6536 |
| DT | -25372492 | 25015510 | -1.014270 | 0.3111 |
| CFW | 2.324146 | 0.149329 | 15.56393 | 0.0000 |
| Root MSE | 91953447 | R-squared | | 0.452976 |
| Mean dependent var | 24388391 | Adjusted R-squared | | 0.443678 |
| S.D. dependent var | 1.24E+08 | S.E. of regression | | 92860691 |
| Akaike info criterion | 39.55035 | Sum squared resid | | 3.04E+18 |
| Schwarz criterion | 39.62592 | Log likelihood | | -7112.063 |
| Hannan-Quinn criter. | 39.58040 | F-statistic | | 48.71835 |
| Durbin-Watson stat | 0.175714 | Prob(F-statistic) | | 0.000000 |

الملحق رقم (25): نموذج الآثار الثابتة للأرباح المحتجزة

Dependent Variable: RE
 Method: Panel Least Squares
 Date: 02/15/24 Time: 15:23
 Sample: 2011 2022
 Periods included: 12
 Cross-sections included: 30
 Total panel (balanced) observations: 360

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 13285669 | 11002511 | 1.207512 | 0.2281 |
| LFM | -0.001127 | 0.002776 | -0.405886 | 0.6851 |
| FC | -3.490482 | 7.141063 | -0.488790 | 0.6253 |
| ROI | 1.13E+08 | 39971072 | 2.835171 | 0.0049 |
| ROE | 110025.9 | 13107914 | 0.008394 | 0.9933 |
| DT | 39523538 | 25492346 | 1.550408 | 0.1220 |
| CFW | -0.641038 | 0.105409 | -6.081445 | 0.0000 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|-----------|
| Root MSE | 40148369 | R-squared | 0.895719 |
| Mean dependent var | 24388391 | Adjusted R-squared | 0.884454 |
| S.D. dependent var | 1.24E+08 | S.E. of regression | 42320096 |
| Akaike info criterion | 38.05406 | Sum squared resid | 5.80E+17 |
| Schwarz criterion | 38.44267 | Log likelihood | -6813.731 |
| Hannan-Quinn criter. | 38.20858 | F-statistic | 79.51382 |
| Durbin-Watson stat | 0.648395 | Prob(F-statistic) | 0.000000 |

الملحق رقم (26): نموذج الأثار العشوائية للأرباح المحتجزة

Dependent Variable: RE
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 02/15/24 Time: 15:25
 Sample: 2011 2022
 Periods included: 12
 Cross-sections included: 30
 Total panel (balanced) observations: 360
 Swamy and Arora estimator of component variances

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 43601389 | 7100610. | 6.140513 | 0.0000 |
| LFM | -0.014870 | 0.002715 | -5.476585 | 0.0000 |
| FC | 3.203008 | 3.777281 | 0.847966 | 0.3970 |
| ROI | 1.24E+08 | 22777258 | 5.433466 | 0.0000 |
| ROE | 11208015 | 11373927 | 0.985413 | 0.3251 |
| DT | -25372492 | 11400505 | -2.225559 | 0.0267 |
| CFW | 2.324146 | 0.068055 | 34.15109 | 0.0000 |

| Effects Specification | | S.D. | Rho |
|-----------------------|--|----------|--------|
| Cross-section random | | 0.000000 | 0.0000 |
| Idiosyncratic random | | 42320096 | 1.0000 |

| Weighted Statistics | | | |
|---------------------|----------|--------------------|----------|
| Root MSE | 91953447 | R-squared | 0.452976 |
| Mean dependent var | 24388391 | Adjusted R-squared | 0.443678 |
| S.D. dependent var | 1.24E+08 | S.E. of regression | 92860691 |
| Sum squared resid | 3.04E+18 | F-statistic | 48.71835 |
| Durbin-Watson stat | 0.175714 | Prob(F-statistic) | 0.000000 |

| Unweighted Statistics | | | |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|
| R-squared | 0.452976 | Mean dependent var | 24388391 |
| Sum squared resid | 3.04E+18 | Durbin-Watson stat | 0.175714 |

الملحق رقم (27): اختبار فيشر المقيد للأرباح المحتجزة

Redundant Fixed Effects Tests
 Equation: Untitled
 Test cross-section fixed effects

| Effects Test | Statistic | d.f. | Prob. |
|--------------------------|------------|----------|--------|
| Cross-section F | 47.434281 | (29,324) | 0.0000 |
| Cross-section Chi-square | 596.664452 | 29 | 0.0000 |

الملحق رقم (28): مضاعف لاغرونج للأرباح المحتجزة

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided
(all others) alternatives

| | Test Hypothesis | | |
|----------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|
| | Cross-section | Time | Both |
| Breusch-Pagan | 144.0381 (0.0000) | 3.781092 (0.0518) | 147.8192 (0.0000) |
| Honda | 12.00159 (0.0000) | -1.944503 (0.9741) | 7.111434 (0.0000) |
| King-Wu | 12.00159 (0.0000) | -1.944503 (0.9741) | 4.638002 (0.0000) |
| Standardized Honda | 13.31427 (0.0000) | -1.682822 (0.9538) | 3.399755 (0.0003) |
| Standardized King-Wu | 13.31427 (0.0000) | -1.682822 (0.9538) | 1.063400 (0.1438) |
| Gourieroux, et al. | -- | -- | 144.0381 (0.0000) |

الملحق رقم (29): اختبار هوسمان للأرباح المحتجزة

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

| Test Summary | Chi-Sq. Statistic | Chi-Sq. d.f. | Prob. |
|----------------------|-------------------|--------------|--------|
| Cross-section random | 1365.098678 | 6 | 0.0000 |

الملحق رقم (30): اختبار ارتباط المقاطع للأخطاء للأرباح المحتجزة

Residual Cross-Section Dependence Test
 Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals
 Equation: Untitled
 Periods included: 12
 Cross-sections included: 30
 Total panel observations: 360
 Note: non-zero cross-section means detected in data
 Cross-section effects were removed during estimation

| Test | Statistic | d.f. | Prob. |
|--------------------------|-----------|------|--------|
| Breusch-Pagan LM | 770.3346 | 435 | 0.0000 |
| Pesaran scaled LM | 11.36891 | | 0.0000 |
| Bias-corrected scaled LM | 10.00527 | | 0.0000 |
| Pesaran CD | 3.821191 | | 0.0001 |

الملحق رقم (31): اختبار نسبة المعقولية للأرباح المحتجزة

| Panel Cross-section Heteroskedasticity LR Test | | | |
|--|-----------|-----|-------------|
| Equation: UNTITLED | | | |
| Specification: RE C LFM FC ROE DT CFW | | | |
| Null hypothesis: Residuals are homoskedastic | | | |
| | Value | df | Probability |
| Likelihood ratio | 3154.092 | 30 | 0.0000 |
| LR test summary: | | | |
| | Value | df | |
| Restricted LogL | -7112.063 | 353 | |
| Unrestricted LogL | -5535.017 | 353 | |

الملحق رقم (32): نموذج المعدل للأرباح المحتجزة

Dependent Variable: RE
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
 Date: 02/15/24 Time: 23:56
 Sample: 2011 2022
 Periods included: 12
 Cross-sections included: 30
 Total panel (balanced) observations: 360
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|----------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 23883092 | 712580.6 | 33.51634 | 0.0000 |
| LFM | -0.000249 | 0.000130 | -1.911478 | 0.0568 |
| FC | 0.191522 | 0.361879 | 0.529243 | 0.5970 |
| ROI | 4682854. | 2664965. | 1.757191 | 0.0798 |
| ROE | 666472.3 | 589010.8 | 1.131511 | 0.2587 |
| DT | 887041.2 | 964244.0 | 0.919934 | 0.3583 |
| CFW | 0.071908 | 0.067538 | 1.064701 | 0.2878 |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

| | | | |
|--------------------|----------|--------------------|----------|
| Root MSE | 16624585 | R-squared | 0.867944 |
| Mean dependent var | 22652129 | Adjusted R-squared | 0.853679 |
| S.D. dependent var | 43059434 | S.E. of regression | 17523852 |
| Sum squared resid | 9.95E+16 | F-statistic | 60.84312 |
| Durbin-Watson stat | 0.982705 | Prob(F-statistic) | 0.000000 |

الملحق رقم (33): اختبار ولد المعدل للأرباح المحتجزة

Wald Test:
Equation: Untitled

| Test Statistic | Value | Df | Probability |
|----------------|----------|----------|-------------|
| F-statistic | 1137.488 | (6, 324) | 0.0000 |
| Chi-square | 6824.927 | 6 | 0.0000 |

الملحق رقم (34): الحد الثابت لنموذج الأرباح المحتجزة

| | COUNTRIES | Effect |
|----|-----------|-----------|
| 1 | DADI | -19705778 |
| 2 | HPIC | -18563474 |
| 3 | PHIL | -22586837 |
| 4 | ICAG | -23904110 |
| 5 | ACDT | -23414105 |
| 6 | JOIR | -22991828 |
| 7 | MBED | -20845007 |
| 8 | JPPC | -24040326 |
| 9 | JODA | -21400756 |
| 10 | GENI | -18754247 |
| 11 | UMIC | -23073074 |
| 12 | NATP | 6857940. |
| 13 | NDAR | -23702134 |
| 14 | JVOI | -23192319 |
| 15 | UTOB | -23267531 |
| 16 | AALU | -22981326 |
| 17 | Nast | -23331219 |
| 18 | JOPH | -23645699 |
| 19 | APOT | 6.17E+08 |
| 20 | JOST | -23909656 |
| 21 | NATA | -23262959 |
| 22 | UCIC | -23544428 |
| 23 | JOWM | -9509737. |
| 24 | wire | -23524935 |
| 25 | AQRM | -23656649 |
| 26 | ASAS | -23611624 |
| 27 | RMCC | -23513915 |
| 28 | ASPMM | -22916819 |
| 29 | JOPI | -23492302 |
| 30 | MANR | -23177494 |