



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية
وعلوم التسيير
قسم علوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي -الطور الثاني
ميدان علوم اقتصادية وعلوم تجارية وعلوم التسيير
شعبة علوم مالية ومحاسبية
تخصص: مالية المؤسسة
بعنوان:

أثر السيولة والفرص الإستثمارية على الهيكل المالي

دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات المسعرة في بورصة الكويت خلال الفترة
2020-2015

من إعداد الطالبتان: بركبيه أميرة / عبد الرحيم جميلة
نوقشت وأُجيزت علنا بتاريخ: 2022/06/11

أمام اللجنة المكونة من الأساتذة:

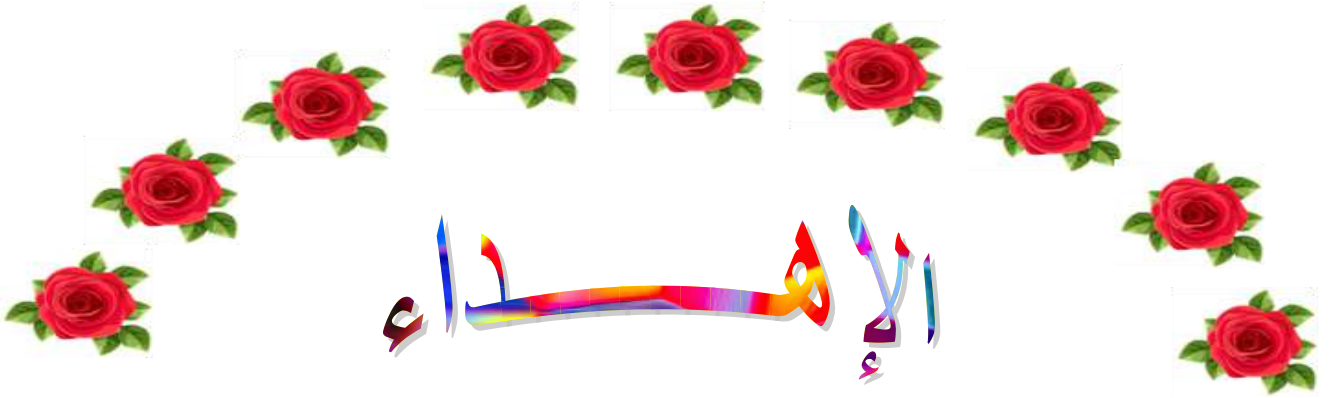
(أستاذ محاضر-أ- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا	الأستاذة/ عماني لامية
(أستاذ محاضر-أ- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا ومقرا.	الأستاذة/ بن شنة فاطمة
(أستاذ محاضر-أ- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا.	الأستاذة/ فروحات حدة

السنة الجامعية: 2022/2021



أهدي هذا العمل المتواضع إلى :
إلى من رباني صغيرا.
لأبي الطيب وأمي فاطمة شرفي
وإلى إخوتي
نذير، سليمة، مسعود، عائشة، محمد سيد علي وخديجة
إلى من شجعني في رحلتي إلى التميز والنجاح
إلى كل من ساندني ووقف بجانبني
وإلى جميع صديقاتي
مباركة وفيروز و سندس
وإلى زميلتي في المذكرة جميلة
إليكم جميعا الشكر والتقدير والاحترام

أميرة بركيبة



أهدي عملي هذا إلى روح أمي الغالية رحمها الله رحمة واسعة
إلى أبي الغالي حفظه الله و رعاه و أطال في عمره
إلى كل إخوتي و أخواتي و أولادهم الذين ساندوني في كل خطوة
إلى جميع صديقاتي وإلى كل من ساندوني و شجعوني و دعموني
إلى زميلتي في المذكرة أميرة
إليهم جميعا أهدي المتواضع هذا

جميلة عبد الرحيم



الشكر الأول لرب العرش العظيم
الذي أوصلني لأضع بين أيديكم هذا العمل .
أتقدم بجزيل شكري و خالص تقديري...
إلى كل من وقف بجانبني وساعدني في إنجاز هذه المذكرة
وخاصة :

الأستاذة المشرفة بن شنة فاطمة التي رافقتنا في إنجاز هذا العمل
بإرشاداتها ... و مجهوداتها الجبارة
كما لا يفوتني جزيل الشكر و عظيم الإمتنان...
إلى جميع الأساتذة الذين لم يبخلو علينا بأي معلومة تتوفر لديهم ..
الحمد و الشكر لله عز و جل القائل:
{و لنن شكرتم لأزيدنكم}



الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر نسب السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي للشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية على اعتبار أن الهيكل المالي يتأثر بالعديد من المحددات منها السيولة والفرص الاستثمارية، ولتفسير هذه العلاقة المفترضة جرت الدراسة على مستوى تسعة مؤسسات تنتمي إلى القطاع الصناعي مسعرة ببورصة الكويت للأوراق المالية خلال الفترة من سنة 2015 إلى غاية 2020، إضافة إلى استخدام المؤشرات تمثلت في نسب السيولة المقاسة بتدفقات النقدية (نسبة صافي تدفق نقدي إلى إجمالي الأصول، نسبة صافي التدفق نقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول، نسبة صافي التدفق نقدي التشغيلي إلى إجمالي حقوق الملكية، نسبة صافي التدفق نقدي إلى صافي الربح)، ونسب الفرص الاستثمارية (نسبة القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية للأصول، نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، نسبة صافي التدفق نقدي إلى صافي التدفق نقدي التشغيلي، معدل نمو الأصول).

وباستخدام نماذج بانل، وإجراء اختبارات المفاضلة تم التوصل إلى أن النموذج الملائم هو نموذج التجميعي، وبعد تحليل النموذج تم توصل إلى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين نسب السيولة المقاسة بالتدفقات النقدية وهيكل المالي من خلال نسبتين: نسبة صافي تدفق نقدي إلى إجمالي الأصول ونسبة صافي التدفق نقدي التشغيلي إلى إجمالي حقوق الملكية، وتم التوصل أيضا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين متغيرات الفرص الاستثمارية والهيكل المالي.

الكلمات المفتاحية: سيولة، فرص الاستثمارية، هيكل المالي، نماذج بانل، بورصة الكويت

Abstract:

The objective of the study was to determine the impact of liquidity ratios and investment opportunities on automation For companies listed on the Kuwait Stock Exchange (KSE), given that the financial structure is affected by several parameters, including liquidity and investment opportunities. To explain this assumed relationship, nine institutions belonging to the industrial sector were studied on the Kuwait Stock Exchange during the period from 2015 to 2020. In addition, the indicators were the liquidity ratios measured by cash flows (net cash flow to total assets ratio, net operating cash flow to total assets ratio, net operating cash flow to total assets ratio Equity, net cash flow to net worth ratio), investment opportunity ratios (the ratio of market value of assets to book value of assets, the ratio of market value of equity to equity book value, the ratio of net cash flow to (operating net cash flow, asset growth rate Using Bales program, and making trade-off tests the appropriate program is.

The pooled program, after analyzing the model, found a statistically significant relationship between liquidity satility measured by cash flows and financial structure through two forget ratios: net cash flow to total assets and net cash flow to total equity; and no statistically significant relationship between the variables of investment opportunity.

Keywords: liquidity, investment opportunities, financial structure, panel data , Kuwait stock exchange .

الصفحة	محتويات البحث
II-III	الإهداء
IV	شكر وعرافان
V	الملخص
VI-VII	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال
X	قائمة الملاحق
أ-د	مقدمة
<p>الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر السيولة والفرص الإستثمارية على الهيكل المالي</p>	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مفاهيم حول السيولة والفرص الاستثمارية والهيكل المالي
3	المطلب الأول: ماهية السيولة
3	الفرع الأول: مفهوم السيولة
4	الفرع الثاني: أهداف السيولة
4	الفرع الثالث: أنواع السيولة
5	الفرع الرابع: مصادر السيولة
6	الفرع الخامس: مقاييس نسب السيولة
7	المطلب الثاني: ماهية الفرص الإستثمارية
7	الفرع الأول: مفهوم الفرص الإستثمارية
8	الفرع الثاني: أهمية الفرص الإستثمارية
8	الفرع الثالث: مجالات الفرص الإستثمارية
11	الفرع الرابع: نسب قياس الفرص الاستثمارية
12	المطلب الثالث: ماهية الهيكل المالي
12	الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي
13	الفرع الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي
15	الفرع الثالث: مكونات الهيكل المالي
16	الفرع الرابع: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي
18	الفرع الخامس: مؤشرات قياس الهيكل المالي
19	الفرع السادس: علاقة السيولة والفرص الإستثمارية بالهيكل المالي
19	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
19	المطلب الأول: دراسات سابقة باللغة العربية
22	المطلب الثاني: دراسات سابقة باللغة الأجنبية

25	المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة
25	الفرع الأول: من حيث المكان والزمان
26	الفرع الثاني: من حيث عينة الدراسة
26	الفرع الثالث: من حيث القطاع
26	الفرع الرابع: من حيث أدوات الدراسة
26	الفرع الخامس: من حيث متغيرات الدراسة
28	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: دراسة تطبيقية لأثر السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي خلال الفترة 2015-2020	
30	تمهيد
30	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
30	المطلب الأول: طريقة الدراسة
30	الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة
31	الفرع الثاني: حدود الدراسة ومصادرها
31	الفرع الثالث: متغيرات الدراسة
33	الفرع الرابع: فرضيات الدراسة
34	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة
35	المبحث الثاني: عرض نتائج دراسة، تحليلها وتفسيرها
35	المطلب الأول: تقديم نتائج الدراسة
35	الفرع الأول: نتائج الدراسة الإحصائية لمتغيرات الدراسة
37	الفرع الثاني: علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة
38	الفرع الثالث: تقدير نماذج دراسة علاقة نسب السيولة والفرص الاستثمارية مع الهيكل المالي
49	المطلب الثاني: مناقشة النتائج واختبار الفرضيات
50	الفرع الأول: تفسير وتحليل نتائج الدراسة
52	خلاصة الفصل الثاني
56-55	خاتمة
60-58	قائمة المصادر والمراجع
65-62	الملاحق

قائمة الجداول

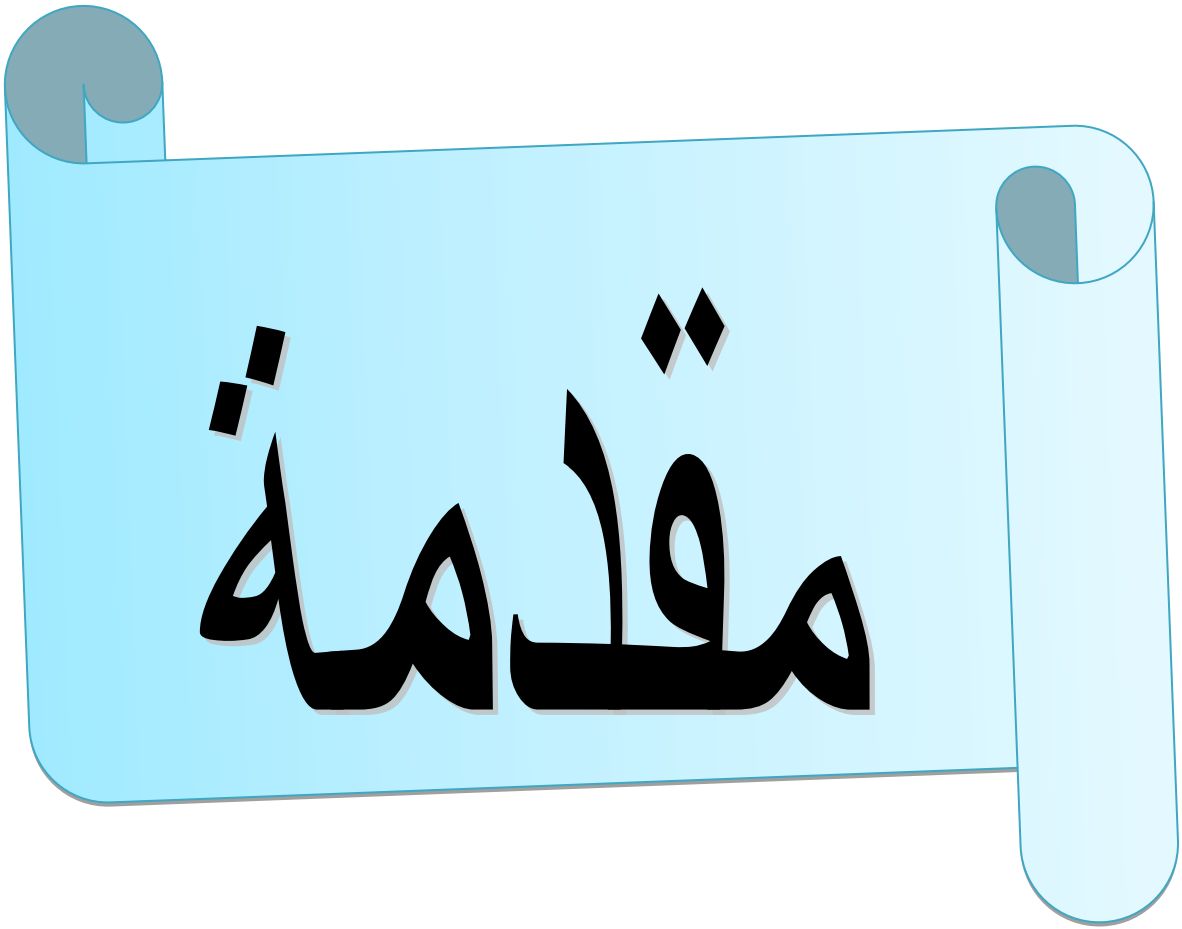
الصفحة	الموضوع
الفصل الثاني	
32	المتغيرات التابعة (نسب الهيكل المالي) الجدول (1-2)
32	المتغيرات المستقلة (نسب السيولة ونسب الفرص الاستثمارية) الجدول (2-2)
35	قيم بعض المؤشرات الإحصائية لمتغيرات الدراسة الجدول (3-2)
37	معاملات الارتباط بين نسب السيولة والفرص الاستثمارية مع الهيكل المالي الجدول (4-2)
39	النتائج المقدرة لنموذج الإنحدار التجميعي الجدول (5-2)
40	النتائج المقدرة لنموذج التأثيرات الثابتة للهيكل المالي بدلالة نسب السيولة الجدول (6-2)
41	النتائج المقدرة لنموذج التأثيرات العشوائية للهيكل المالي بدلالة نسب السيولة الجدول (7-2)
42	نتائج اختبار LM للهيكل المالي بدلالة نسب السيولة الجدول (8-2)
44	النتائج المقدرة لنموذج الانحدار التجميعي للهيكل المالي بدلالة نسب الفرص الاستثمارية الجدول (9-2)
45	النتائج المقدرة لنموذج التأثيرات الثابتة للهيكل المالي بدلالة نسب الفرص الاستثمارية الجدول (10-2)
46	النتائج المقدرة لنموذج التأثيرات العشوائية للهيكل المالي بدلالة نسب الفرص الاستثمارية الجدول (11-2)
47	نتائج اختبار LM للهيكل المالي بدلالة نسب الفرص الاستثمارية الجدول (12-2)

قائمة الأشكال

الصفحة	الموضوع
الفصل الأول	
16	الشكل (1-1) مكونات الهيكل المالي
الفصل الثاني	
31	الشكل (1-2) نسب توزيع القطاعات المدرجة في بورصة الكويت
36	الشكل (2-2) الشكل البياني لمتغيرات الدراسة

قائمة الملاحق

الصفحة	الموضوع
الفصل الأول	
56-62	الملحق رقم 1 متغيرات دراسة أثر السيولة و الفرص الإستثمارية على الهيكل المالي



1- توطئة:

تعتبر المؤسسة أحد العوامل الأساسية للحياة الاقتصادية، بإعتبارها أحد مصادر الثروة و ممولي الأسواق و عليه يجب دائما البحث عن أفضل الطرق لتسيير المؤسسة، و دائما ما يواجه المسير المالي وضعيات مالية عليه مجابتهها و التجاوب معها و قيادة المؤسسة نحو تحقيق هيكل مالي أفضل.

ويعرف الهيكل المالي أنه مزيج بين الديون و حقوق الملكية التي تستخدمها المؤسسة في تغطية عملياتها و لتحقيق إيرادات، و للهيكل المالي العديد من المحددات منها المردودية الاقتصادية، الربحية، الرفع المالي، السيولة و الفرص الإستثمارية.

ويسعى المسير المالي لتحقيق هيكل مالي أمثل، وذلك من خلال محاولته التحكم في المحددات التي لها تأثير على الهيكل المالي داخل المؤسسة، والذي له تأثير على القرارات المالية المتخذة كالإستثمار، التوسع، أو غيرها من القرارات المالية، وكل هذه القرارات الهدف منها تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة و ضمان إستمراريتها.

ويعتبر عامل السيولة من أهم المحددات، و أبرز التحديات التي تواجه المؤسسة في مزاولة نشاطها، و دائما لها أهمية كبرى من طرف المسيرين الماليين في الحجم المطلوب من السيولة اللازم توفره داخل المؤسسة وكيفية إدارتها بكفاءة، و مدى جاهزيتها في مواجهة الإلتزامات المتوقعة والغير متوقعة.

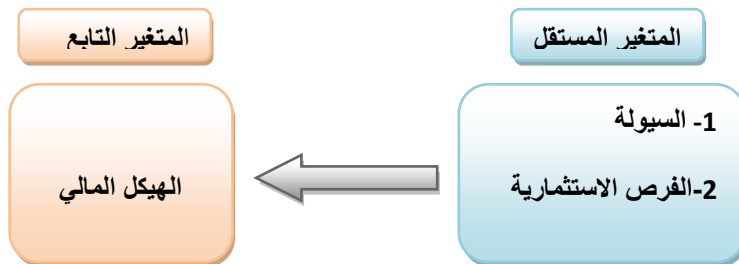
تعتبر الدورة الإستثمارية داخل المؤسسة أحد أهم دورات النشاط، التي من شأنها تحقيق عوائد تساهم في تحسين نتائج المؤسسة، وبالتالي نحو تحقيق هيكل مالي أمثل من خلال الإستغلال الأمثل للفرص الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسة.

2- الإشكالية:

و معرفة مدى تأثير كل من السيولة و الفرص الإستثمارية على الهيكل المالي توجهنا نحو عينة من المؤسسات الناشطة في قطاع الصناعي و المدرجة ببورصة الكويت. حيث يعتبر سوق الكويت المالي من بين أهم الأسواق العربية، و يمتاز بتعدد القطاعات التي تنتمي المؤسسات إليها، و عليه تتجلى معالم الإشكالية الأساسية للبحث والتي يمكن صياغتها على النحو التالي:

ما مدى تأثير نسب السيولة و الفرص الإستثمارية على الهيكل المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الكويت خلال

فترة (2020/2015)؟



3- الأسئلة الفرعية :

ومن خلال الإشكالية الرئيسية يمكننا صياغة الأسئلة الفرعية التالية:

- ما مدى تأثير نسب السيولة على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة (2020/2015)؟
- ما مدى تأثير نسب الفرص الإستثمارية على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة (2020/2015)؟

4- الفرضيات:

للإجابة على الإشكالية الرئيسية إعتدنا على الفرضيات التالية:

- تؤثر نسب السيولة على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة (2020/2015).
- تؤثر نسب الفرص الإستثمارية على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال (2020/2015)

5-مبررات إختيار الموضوع:

- الموضوع ضمن مجال التخصص الدراسي.
- المقاربة بين المفاهيم النظرية لسيولة وتطبيقها على عينة دراسة.
- المقاربة النظرية لمفاهيم المتعلقة بالفرص الاستثمارية وتطبيقها على عينة دراسة.
- الميول الشخصي للدراسة حول مؤسسات متواجدة في الأسواق المالية.

6-أهمية الدراسة :

➤ الأهمية العلمية:

تبرز أهمية الدراسة في كونها تتعرض إلى محددين للهيكل المالي و دراسة تأثير كل منهما على حدا ،عكس أغلب الدراسات السابقة و التي خصت دراستها دراسة جميع المحددات و أثرها على الهيكل المالي.

➤ الأهمية العملية:

- حاجة الأسواق المالية لمثل هذه الدراسات.
- تساعد المسيرين الماليين من إتخاذ قرارات صائبة خاصة خلال دورتي التمويل و الإستثمار

7- أهداف الدراسة:

- بيان أهمية السيولة كأحد اهم محددات الهيكل المالي و تأثيرها عليه.
- تحليل تأثير الفرص الإستثمارية و أهميتها كمحدد للهيكل المالي.
- أبراز مفاهيم للهيكل المالي و العوامل المؤثرة فيه.

8- حدود الدراسة:

➤ **الإطار المكاني:** يتمثل الإطار المكاني في عينة تتكون من مؤسسات إقتصادية ناشطة بالقطاع الصناعي مدرجة ببورصة الكويت والبالغ عددها 9 مؤسسات.

➤ **الإطار الزمني:** يتمثل الإطار الزمني في الفترة من 2015 الى غاية 2020.

9- منهج الدراسة:

قصد التوصل إلى المعرفة الجيدة لعناصر إشكالتنا، و من أجل الفهم الأفضل تم إستخدام المنهج الوصفي في الجانب النظري.

و لدراسة العلاقة بين السيولة و الفرص الإستثمارية و تأثيرهما على الهيكل المالي تم إستخدام دراسة حالة عينة من المؤسسات المسعرة في بورصة الكويت للأوراق المالية، مستعينين في ذلك بإستخدام نماذج بانل و تحديد النموذج المناسب للتعبير عن العلاقة بين متغيرات الدراسة، حيث تم إستخدام برامج عرضها من خلال برنامجي Excel و Eviews.

10- مرجعية الدراسة:

لإنجاز بحثنا إعتدنا على مصادر أولية و مصادر ثانوية. و تمثلت المصادر الأولية في جمع القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة من خلال تحميلها من الموقع الرسمي لبورصة الكويت، أما المصادر الثانوية تمثلت في الكتب و المذكرات و البحوث التي تناولت موضوع بحثنا.

11- هيكل البحث:

من أجل إنجاز بحثنا و الإجابة عن التساؤلات الإشكالية المطروحة، قمنا بتقسيم البحث إلى فصلين حيث تناولنا في الفصل الأول الأدبيات النظرية و التطبيقية للدراسة، و تم تقسيم الفصل الأول إلى مبحثين. في المبحث الأول تم عرض الأدبيات النظرية و التطبيقية لمتغيرات الدراسة التابعة و المستقلة (الهيكل المالي، السيولة و الفرص الإستثمارية). أما في المبحث الثاني تم عرض بعض الدراسات العربية و الأجنبية التي لها علاقة بموضوعنا ثم دراسة مقارنة للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة.

أما في الفصل الثاني تناولنا في الجانب التطبيقي و تم تقسيمه إلى مبحثين، فالمبحث الأول خصص لعرض و تقديم مجتمع العينة وأدوات الدراسة أما المبحث الثاني فخصص لعرض النتائج المتحصل عليها و تفسيرها بعد معالجة البيانات المالية و إختيار صحة الفرضيات.

12- صعوبات الدراسة:

أبرز الصعوبات التي واجهتنا خلال بحثنا هي:

- صعوبة جمع البيانات المالية للمؤسسات خلال الفترة مما أدى إلى صعوبة ضبط العينة محل الدراسة.

- صعوبة جمع الدراسات السابقة الأجنبية.

الفصل الأول:

الأدبيات النظرية والتطبيقية

لأثر السيولة والفرص الإستثمارية

على الهيكل المالي

تمهيد:

يعتبر هدف الإستثمارية وتعظيم الأرباح من الأهداف الإستراتيجية التي تطمح المؤسسات لتحقيقها، ويتجسد هذا الطموح من خلال القرارات المؤثرة المتعلقة بدورات النشاط داخل المؤسسة (دورة الإستغلال دورة الإستثمار).

وفي إطار تحقيق المؤسسة لأهدافها تواجهها عدة تحديات. منها تحقيق نسبة سيولة عالية تمكنها من مواجهة إلتزاماتها والبحث عن فرص إستثمارية تمكنها من تحقيق عوائد وأرباح تسمح بأداء مالي أفضل للمؤسسة والسير نحو هيكل مالي أفضل يمكنها من تحقيق أهدافها الإستراتيجية.

ومن خلال هذا الفصل سنتطرق إلى أهم المفاهيم حول السيولة والفرص الإستثمارية، وأثرهما على الهيكل المالي، و هذا في المبحث الأول، أما في المبحث الثاني سنتناول مجموعة من الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع الدراسة.

المبحث الأول: مفاهيم حول السيولة والفرص الإستثمارية والهيكل المالي.

لكل مؤسسة إقتصادية لها هيكل مالي، حيث يعمل دائما المسيرين الماليين على إيجاد فرص إستثمارية لتوسيع النشاط و تحقيق مستويات معينة من الربحية، و كما يبحث المسيرين على مصادر لتمويل تلك الفرص الإستثمارية. و كل هذه تدخل ضمن محددات الهيكل المالي. ومن بين محددات الهيكل المالي السيولة، و التي تعتبر أداة لمواجهة الإلتزامات قصيرة و متوسطة الأجل المتوقعة، أو الغير متوقعة و أيضا الفرصة الإستثمارية التي تعد أيضا من العوامل الهامة في الهيكل المالي. من خلال هذه الفرصة قد يكون هناك توسيع لنشاط و تحقيق ربحية و فتح آفاق جديدة للمؤسسة.

المطلب الأول: ماهية السيولة.

تعتبر السيولة المحرك الأساسي لأي نشاط تقوم به المؤسسة الاقتصادية و العمود الفقري للمشاريع التوسعية أو التنموية. لذلك سنتناول في هذا المطلب مفهوم السيولة و أهدافها، أنواعها، مصادرها ونسبها.

الفرع الأول: مفهوم السيولة.

تمثل السيولة بأنها قدرة المنشأة على تحويل أصولها إلى نقدية حتى تتمكن من سداد التزاماتها المتداولة عند استحقاقها , لمعرفة الوضع المالي للشركة في الفترة قصيرة الأجل, و ترتبط قوة أو ضعف الشركة بمدى توفر صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية , فإذا كان صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية موجب فهذا يعني أن هناك فائض نقدي يمكن للإدارة الشركة أن تستخدمه إما في توسيع الأنشطة الإستثمارية أو في تسديد الديون طويلة الأجل. أما إذا كان سالبا هذا يعني أن على الشركة أن تبحث عن مصادر تمويل للعجز و ذلك إما ببيع جزء من إستثماراتها أو بالتمويل طويل الأجل. وكما ينظر للسيولة بأنها كمية الموجودات القابلة للتحويل إلى نقد مضافا إليه ما يمكن الحصول عليه من الأسواق المالية و من تسديد العملاء لإلتزاماتهم إتجاه الشركة¹

يرى (J.Gitman) بأن السيولة هي قدرة الشركة على الوفاء بإتزاماتها قصيرة الأجل لأن السيولة تشير إلى القدرة المالية (الملاءة المالية) للمنظمة كلها بمعناها سهولة دفع الإلتزامات و الفواتير, و أي إنخفاض أو تراجع في دفع الإلتزامات أو الفواتير يمكن يؤدي إلى إنخفاض السيولة , و بالتالي سيعرض الشركة إلى ضائقة مالية تؤدي بالشركة للإفلاس.²

كما تعني السيولة في معناها المطلق النقدية أما في معناها الفني قابلية الأصل للتحويل إلى نقدية بسرعة و بدون خسائر, و بعبارة أخرى فإن السيولة ، أو ما يسمى بالسيولة الجاهزة تعني الفرق بين الموارد المتاحة و الأموال المستخدمة في مختلف أنواع الموجودات.³

¹عبد الناصر شحدة السيد أحمد، الأهمية النسبية للنسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقديم السيولة وجود الأرباح، مذكرة ماجستير في المحاسبة، الأردن، 2008، ص21-20

²معاذ محمد شعبان علوان، إستخدام نسب السيولة و مقياس التدفقات النقدية للتنبؤ بالربحية، مذكرة ماجستير في المحاسبة و التمويل، فلسطين، 2015، ص20-21

³غديري يمينة، دور أدوات السياسة النقدية في تحقيق السيولة اللازمة لدى البنوك التجارية، مذكرة ماستر في إقتصاد نقدي و بنكي، 2019، الجزائر، ص23

و أما من وجهة نظر (zenter)، فإن السيولة النقدية في التعاليم الإقتصادية تعبر على قدرة المنشأة على دفع أو جعل الوسائل المتاحة بشكل سائل من تغطية الإلتزامات خلال فترة قصيرة الأجل. وبينما (Leitner) فإنه يصف جوهر السيولة في توفير أصول و موجودات كافية لمواجهة الإلتزامات، أو القدرة على جعل هذه الموجودات سائلة خلال فترة قصيرة.¹

و من خلال التعاريف السابقة ينظر للسيولة على أنها كمية الموجودات القابلة التحول إلى نقدا مضافا إليها ما يمكن الحصول عليه من الأسواق المالية.

الفرع الثاني: أهداف السيولة.

إن من أهم أهداف إدارة السيولة المحافظة على إستمرارية المؤسسة وتتحلى هذه الأهداف فيما يلي²:

- إبعاد مخاطر العسر المالي عن المؤسسة.
- تحسين سمعة المؤسسة خاصة السمعة الائتمانية.
- المساعدة في الإستثمارات.
- إستجابة لمتطلبات الدورة الانتاجية.
- مواجهة الأزمات الغير المتوقعة.
- تساعد المؤسسة على مواجهة إلتزاماتها خاصة قصيرة الأجل.
- إستفادة المؤسسة من الخصومات الممنوحة في فواتير الموردين.

الفرع الثالث: أنواع السيولة.

يمكننا تقسيم السيولة إلى نوعين. فالنوع الأول يشير إلى سيولة المؤسسة بصفة عامة، أما النوع الثاني فيخص سيولة الأصل في حد ذاتها:

أولاً: سيولة المؤسسة: معناها وجود أصول سائلة ونقدية وشبه نقدية كافية لدى المؤسسة ، أي أن سيولة المؤسسة تعني وجود أموال سائلة في الوقت المناسب وبالكميات المناسبة، ويمكن للمؤسسة بواسطتها من سداد إلتزاماتها المالية في موعد إستحقاقها ومن تحريك دورتها التشغيلية ومن مواجهة الحالات الطارئة، ولا يخفى أن سيولة المؤسسة ككل تعتمد أساسا على سيولة أصولها وموجوداتها³.

ثانياً: سيولة الأصل: ويقصد بها سرعة تحويل الأصل إلى نقدية جاهزة بدون خسائر تذكر، وعليه فإن الأصول أو الأموال السائلة هي على سبيل المثال النقد الجاهز والحساب الجاري لدى البنك والكمبيالات قصيرة الأجل الممكن خصمها لدى البنك وتحصيل قيمتها بسهولة¹.

¹ عبد الرحيم محمد عبد الرحيم، السيولة النقدية و دورها في رفع كفاءة المصارف التجارية، مذكرة ماجستير في الإقتصاد، السودان، 2018، ص11-12-13

² وليد زهير أبو شعبان، مدى تأثير السيولة و الفرص الإستثمارية على الهيكل المالي، مذكرة ماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2017، ص30

³ عبد الرحيم محمد عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص14-15

الفرع الرابع: مصادر السيولة.

تنقسم مصادر السيولة لدى المؤسسات إلى مصدرين سيولة داخلية وتولد من داخل المؤسسة ومن عملياتها، وسيولة خارجية وتمثل فيما يلي²:

1-مصادر داخلية: وتعني أن تقوم المؤسسة بتوفير السيولة النقدية اللازمة من داخل الشركة نفسها، دون الإعتماد على الآخرون، وتمثل في الإحتياطات النقدية الأولية والإحتياطات الثانوية.

1-1الإحتياطات النقدية الأولية: وهي الموجودات النقدية التي تمتلكها الشركة أن تحقق منها عائد، وتعتبر هذه الإحتياطات خط الدفاع الأول لمواجهة أي إلتزام طارئ وكذلك أي طلبات نقدية يومية، وتتكون هذه الإحتياطات من:

- النقد في الخزينة.
- الودائع النقدية لدى البنوك .
- الشيكات تحت التحصيل.
- مستحقات لدى الشركات والمؤسسات الأخرى .

2-1 الإحتياطات النقدية الثانوية: تتمثل في الأصول التي تحتفظ بها الشركة أساسا لأغراض السيولة، فهذه الأصول يمكن تحويلها بسرعة إلى نقدية بدون تحقق خسائر أو خسائر بسيطة، أو أنها عبارة عن الموجودات السائلة التي تدر عائدا وتشتمل على الأوراق المالية والأوراق التجارية المخصومة التي يمكن تحويلها إلى نقد سائل عند الحاجة. وتحقق هذه الإحتياطات في مجال السيولة فوائد متعددة، منها المساهمة في تدعيم الإحتياطات الأولية وفي إستيعاب ما يفيض من الإحتياطات الأولية عن متطلبات الشركة وكذلك أنها تسهم في تحقق نسبة في تحقيق نسبة الأرباح الشركة.

2-المصادر الخارجية: تقوم الشركات التي لا تستطيع تحقيق الإكتفاء الذاتي من مصادرها الداخلية باللجوء لمصادر نقدية من خارج الشركة، من أجل النهوض بالقطاعات الإنتاجية و الخدمية و زيادة الكفاءة الإنتاجية وتمويل الإستثمارات الجديدة، وتشمل مصادر السيولة الخارجية مايلي:

- القروض قصيرة الأجل.
- الإئتمان المصرفي.
- الإئتمان التجاري.
- القروض طويلة الأجل.
- زيادة رأس المال نقدا.
- طرح أسهم وبيعها.

¹ السنفي عبد الله عبد الله، الإدارة المالية، الطبعة 1، دار النشر صنعاء، جامعة العلوم والتكنولوجيا، اليمن، 2013، ص59

² معاذ محمد شعبان علوان، إستخدام نسب السيولة و مقاييس التدفقات النقدية للتنبؤ بالربحية، مذكرة ماجستير في المحاسبة و التمويل، فلسطين، 2015، ص23-26

الفرع الخامس: مقاييس نسب السيولة

تهدف من حساب نسب السيولة تقييم القدرة المالية للمؤسسة على المدى القصير، و من أهم النسب المالية التي تقيس السيولة نذكر مايلي:

أولاً: نسبة العائد على الأصول من صافي التدفق النقدي التشغيلي: توضح هذه النسبة قدرة الأصول داخل المؤسسة على توليد التدفقات النقدية التشغيلية، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما دلت على أنه المؤسسة لها كفاءة في تسيير أصولها وكان حافظ للإستثمار مستقل، ويمكن التعبير عن هذه النسبة بالعلاقة التالية¹:

نسبة العائد على الأصول من صافي التدفق النقدي التشغيلي = صافي التدفق النقدي التشغيلي / إجمالي الأصول.

ثانياً: نسبة العائد على حقوق الملكية من صافي التدفق النقدي التشغيلي: تهدف هذه النسبة لتوضيح نسبة العائد على حقوق الملكية المتولد من التدفقات النقدية التشغيلية، وهي تعتبر مؤشر على كفاءة المؤسسة وتحسب بالعلاقة التالية²:

نسبة العائد على حقوق الملكية من صافي التدفق النقدي التشغيلي = صافي التدفق النقدي التشغيلي / إجمالي حقوق الملكية

ثالثاً: نسبة صافي التدفق النقدي على صافي الربح: وهي نسبة مختلطة لأن صافي التدفق النقدي يتم الحصول عليه من قائمة التدفقات النقدية من خلال الأنشطة الإستثمارية وأنشطة الإستغلال والأنشطة التمويلية. أما صافي الربح فيتم الحصول عليه من جدول حساب النتائج، وتبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة في دعم أرباحها الحقيقية من خلال تدفقاتها النقدية، وكلما زادت هذه النسبة تدل على أنه أداء المؤسسة أداء جيد وقدرة الأرباح المحققة على توليد تدفق، ويمكن التعبير عن هذه النسبة بالعلاقة التالية³:

نسبة صافي التدفق النقدي على صافي الربح = صافي التدفق النقدي / صافي الربح

رابعاً: صافي التدفق النقدي على إجمالي الأصول: وتمثل هذه النسبة كفاية التدفقات النقدية على تغطية موجودات المؤسسة وعوائد جميع الأصول أو الموجودات داخل المؤسسة، وإذا كانت هذه الأصول تمت تمويلها بالفعل أم لا ، ويعبر عن هذه النسبة بالعلاقة التالية⁴:

نسبة صافي التدفق النقدي على إجمالي الأصول = صافي التدفق النقدي / إجمالي الأصول

¹وليد زهير أبو شعبان، مرجع سبق ذكره، ص38

² Vahid taghizad khanqah, linda ahmadnia, **the impact of capital structure on liquidity and investment growth opportunity in Tehran stock exchange**, journal of basic and applied scientific, department of accounting, tabriz branch, islamic azad university, issn 2090-4304, iran, 2013, p46

³ أسماء كسيب، دور قائمة التدفقات النقدية في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة، مذكرة ماستر في العلوم التجارية، جامعة جيجل، الجزائر، 2014، ص79

⁴ Hamid birjandi, **the study effect of liquidity on capital structure decisions in the tehran security exchange**, world open journal of finance and accounting, , department of accounting, tabriz branch, islamic azad university, vol 1, n 1, iran 2013, p38

المطلب الثاني: ماهية الفرص الإستثمارية.

يواجه متخذ القرار الإستثماري العديد من الصعوبات في إستغلال الفرصة الإستثمارية المتاحة و التي تتأثر بعدة عوامل. و التي لها أثر على الأداء المالي للمؤسسة.

الفرع الأول: مفهوم الفرص الإستثمارية

يقصد بالفرص الإستثمارية كافة المقترحات والمجالات والمشاريع والأفكار الإستثمارية المتاحة (كإضافة خطوط إنتاج جديدة أو إحلال آلات أو توسيع الطاقة الإنتاجية أو إستبدال أصول قديمة بأخرى حديثة) سواء كانت ملموسة أو غير ملموسة كلية أو جزئية ثابتة أو متغيرة والتي يمكن إستغلالها في سبيل إدارة الأموال سواء على المدى القصير أو الطويل أو كلاهما.

كما تعتبر أيضا إستثمار النفقات الرأسمالية للمؤسسة على شكل أصول لتمكن المؤسسة من القيام بأنشطتها ومشاريعها المتعددة وأفكارها الإستثمارية المتاحة¹.

ويهدف الإستثمار إلى توظيف الأموال الفائضة في أدوات والمجالات إستثمارية متنوعة بهدف خلق إنتاج جديد للمؤسسة أو توسيع الإنتاج المالي وزيادة تكوين رأس مال على مستوى المؤسسة أو تحقيق زيادة فعلية برأس مال المؤسسة.

ولقد عبر (Myers, 1977) عن الفرص الإستثمارية، بأنها تمثل قيمة المؤسسة من خلال ما تمتلك من موجودات ثابتة حيث أن هذه القيمة تزداد بزيادة الفرص الإستثمارية وتنخفض من خلال إنخفاض نسبة الموجودات الثابتة في المؤسسة، إضافة لما تملك من خيارات لإستثمارات مستقبلية بصافي قيمة حالية موجبة.

كما يشير فرانس بأن الإستثمار هو توظيف الأموال لفترة زمنية محددة بهدف الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية تعوض عن القيمة الحالية للأموال ومخاطر التضخم والتدفقات².

وتلعب الفرص الإستثمارية دورا هاما في تمويل الشركات كما أنها تتأثر بالطريقة التي ينظر لها مديري الشركات و المالكين و المستثمرين و تعبر المشروعات الرأسمالية من العناصر المكونة لها. وأن الفكرة الأساسية من الفرص الإستثمارية تتلخص بتكوين نفقات رأسمالية جديدة للشركة لتكون قادرة على القيام بالمشروعات رأسمالية عديدة كتوسيع الطاقة الإنتاجية، إضافة خطوط إنتاج، أو شراء آلات جديدة³.

الفرع الثاني: أهمية الفرص الإستثمارية.

¹ وليد زهير ابو شعبان, مرجع سبق ذكره, ص43

² المرجع نفسه, ص44

³ طارق محمد هيثم عواد, أثر الفرص الإستثمارية على هيكل رأس المال, مذكرة ماجستير في العلوم المالية و المصرفية, العراق, 2012, ص10

تكمن أهمية الفرص الإستثمارية و الإستثمار بصفة عامة في العديد من النقاط من بينها¹:

- توفير الخدمات للمواطنين والمستثمرين.
- زيادة الإنتاج والإنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي وإرتفاع متوسط نصيب الفرد منه وبالتالي تحسين مستوى معيشة المواطنين.
- توفير فرص العمل وتقليل البطالة.
- زيادة معدلات التكوين الرأسمالي للمؤسسة.
- إنتاج السلع والخدمات جديدة تشبع الرغبات وإحتياجات المواطنين.
- تعمل الفرص الاستثمارية على تحريك عجلة الإقتصاد من خلال توفير فرص عمل وذلك عن طريق توفير الأموال بأيدي الأفراد والعمال والمواطنين والأمر الذي يؤدي إلى ضخ الأموال بأسواق من خلال حركة البيع والشراء.

الفرع الثالث: مجالات الفرص الإستثمارية.

هناك العديد من المجالات والفرص الإستثمارية المتعددة والمتاحة للمؤسسة التي تلعب دورا هاما في تمويل المؤسسات فمن تلك المجالات ما يتيح للمؤسسة الإستثمار في أصول حقيقية مثل العقارات والسلع أو أصول مالية مثل الأسهم والسندات. ومن أهم المجالات الفرص الإستثمارية ما يلي²:

1- الإستثمار في الأوراق المالية: تعد الأوراق المالية من أبرز الأدوات الإستثمار المتاحة نظرا لمرونتها ومزاياها حيث تتميز بسهولة تحويلها إلى نقدية ويوجد نوعين منها أدوات ملكية مثل الأسهم بأنواعها وأدوات الدين مثل السندات بأنواعها حيث تتميز هذه الأخيرة بخطورة أقل من الأسهم لأن دخلها ثابت وتتميز الأسهم بخطورة أكبر مقارنة بالسندات لأن عوائدها تتغير بتغير الإنتاج والأرباح المحققة منها وهذا الإختلاف يوفر للمستثمر بدائل الإختيار المناسبة له أو تنوع المحفظة الاستثمارية.

مزايا الإستثمار في الأوراق المالية:

تتمثل مزايا الإستثمار في الأوراق المالية:

- وجود الأسواق المنظمة غاية التنظيم للتعامل بالأصول المالية.
- إنخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات إستثمار أخرى.
- التجانس بين وحدات الأصول المالية مما يسهل عملية تقويمها وبيعها وإحتساب معدلات الفوائد لكل منها.

عيوب الإستثمار في الأوراق المالية:

¹مرجع سبق ذكره، ص12

²وليد زهير ابو شعبان، مرجع سبق ذكره، ص48

تمثل عيوب الإستثمار في الأوراق المالية :

- انخفاض درجات الأمان مقارنة بالإستثمارات الأخرى ولكن هذا لا يعني أن جميع الاوراق المالية تتميز بخطورة عالية كالسندات المضمونة بموجودات المؤسسة التي إصدارتها والأسهم الممتازة المضمونة بالأرباح تتصف بالأمان.
 - يتعرض المستثمر في السندات المتوسطة أو طويلة الأجل إلى انخفاض القوة الشرائية للإستثمار.
- 2-الإستثمار في الأصول الثابتة:** هو إستثمار رأس مال على المدى الطويل من أجل تحقيق ربح ويعد من الإستثمارات المربحة ويحتاج إلى رأس مال كبير للإستثمار وتتنوع الفرص الإستثمارية للمؤسسة في هذا المجال من أهمها العقارات والأراضي والآلات والمعدات ووسائل النقل وغيرها. ويتميز الإستثمار في الأصول الثابتة ببعض الخصائص منها:
- يتسم الإستثمار في الأصول الثابتة بارتفاع أصول الأمان وإنخفاض درجة المخاطر لإعتماد هذا الإستثمار على دراسة مسبقة.
 - يتميز الإستثمار في هذا المجال بدرجة عالية من الملائمة حيث تقوم المؤسسة المستثمرة بإدارة تلك الأصول بنفسها كما تعود بفائدة كبيرة على المجتمع من الإستثمار الذي يساهم في إنتاج السلع والخدمات.
 - يضمن العائد من وراء هذا الإستثمار الإستثمارية.
 - إن أهمية الأصول الإستثمارية تتغير من مؤسسة إلى أخرى وذلك حسب طبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة وتبرز هذه الأهمية في الشركات الصناعية وتقل في غيرها من الشركات التجارية.

العوامل المؤثرة في عملية الإستثمار في الأصول الثابتة:

إن عملية الإستثمار في الأصول الثابتة تتبع العديد من العوامل التي تحدد توجه الإدارة نحو هذا الإستثمار، وهذا يتطلب من الإدارة دراسة وتحليل هذه العوامل لكي تحدد التكلفة المقبولة للإستثمار في الأصول الثابتة، ومن أهم العوامل مايلي¹:

- المستوى التقني الذي يتخلله نشاط العمل.
 - مدى القدرة على إستخدام الآليات والتكنولوجيا.
 - السياسات الإدارية التي تعمل بها المؤسسة.
 - النمو الإقتصادي الذي تتميز به المؤسسة.
 - المزايا الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة.
- 3-الإستثمار في المخزون السلعي:** يمثل الإستثمار في المخزون السلعي جزءا مهما من الإستثمار فبالنسبة للمؤسسة التجارية يعتبر أهم الركائز الأساسية لها وذلك بتمتعه بمزايا إقتصادية تجعل منها أداة إستثمارية جيدة، وتوفر السلع والمنتجات للمستثمرين، كما أن الإستثمار والمضاربة بالمخزون السلعي من قبل فئات كبيرة في الإقتصاد جعل منها أدوات إستثمارية تتمتع بدرجة مرونة وسيولة عالية.

3-1أنواع الإستثمار في المخزون السلعي:

¹ معاوية كريم العاني، فاطمة اليافعي، العوامل المحددة للإستثمار في الاصول الثابتة، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة و التمويل، سلطنة عمان، 2014، ص234

ويمكن تصنيف أنواع المخزون السلعي في المؤسسة الإقتصادية إلى ثلاث مجموعات:

- المجموعة الأولى: تضم المواد الخام وهي المواد التي تستخدمها المؤسسة كنقطة بداية في عملياتها الانتاجية.
- المجموعة الثانية: تضم المخزون تحت التشغيل وهي المنتجات غير منتهية الصنع ويتوقف حجم المخزون تحت التشغيل على حجم عمليات الإنتاج.
- المجموعة الثالثة: فهي تضم من المنتجات التامة الصنع وهي المنتجات التي قد تم إنتهاء من تصنيعها وتعد جاهزة للشحن والبيع.

3-2 خصائص الإستثمار في المخزون السلعي:

- يترتب على إرتفاع درجة المخاطرة في المتاجرة بالسلع نمو روح المضاربة لدى المؤسسات المستثمرة فيها.
- المدى الزمني للإستثمار في السلع قصير مقارنة بمجالات الإستثمار الأخرى

3-3 عوامل الإستثمار في المخزون السلعي:

يتميز الإستثمار في المخزون السلعي بالعوامل التالية:

- حجم المبيعات: يعتبر من أهم العوامل التي تحدد حجم الإستثمار في مخزون المؤسسة.
- العمر الإنتاجي للبضاعة: كلما كانت المؤسسة قادرة على الإحتفاظ بالبضاعة التي تتعامل معها دون تعرضها للتلف كلما شجع ذلك تخزين المزيد منها.
- مستوى الإنتاج المتوقع: هو المستوى الذي تستطيع أن تقوم المؤسسة بإنتاجه فعلا.
- مدى مصداقية مصادر التوريد: كلما تمتع مصدر التي يتم الإعتماد عليه في التوريد على درجة ثقة عالية تكون الحاجة إلى التخزين قليلة.
- الزمن الملازم لوصول البضاعة المطلوبة: فكلما كان مصدر التوريد بعيدا فالمؤسسة بحاجة إلى إجراءات طويلة لعقد صفقات الشراء لذا تكون للتخزين عالية.

الفرع الرابع: نسب قياس الفرص الاستثمارية

يمكن قياس الفرص الإستثمارية المتوقعة للمؤسسة من خلال عدة مؤشرات وفيما يلي أهم 7 مؤشرات تساهم في قياس نسب الفرص الاستثمارية¹:

- 1-نسبة النمو في القيمة الدفترية للأسهم: يتم التعبير عنها من خلال القيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة على القيمة الدفترية للسهم بداية السنة بعد أن يتم طرح منها القيمة الدفترية للسهم في بداية السنة .

¹ ميشيل سعيد سويدان، دينا وليد حنا الرضي، طارق محمد هشام عواد، أثر الفرص الإستثمارية على هيكل رأس المال، المجلة العربية للإدارة، جامعة اليرموك المملكة الأردنية الهاشمية، مجلد 35، العدد 1، الأردن، 2015، ص 267

نسبة النمو في القيمة الدفترية للأسهم = (القيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة - القيمة الدفترية للسهم في بداية السنة) / القيمة الدفترية للسهم في بداية السنة

2- نسبة القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية للأصول: وتعتبر الأكثر شيوعاً في قياس الفرص الإستثمارية، حيث تعتبر القيمة الدفترية للأصول كبديل عن الأصول الثابتة الموجودة في المؤسسة. ويعبر عن هذه النسبة بالقيمة الدفترية للأصول مطروحاً منها مجموع حقوق المساهمين مضافاً إليها عدد الأسهم المكتتب بها مضروباً في سعر الإغلاق مقسومة على القيمة الدفترية للأصول. ويعتبر إرتفاع تلك النسبة مؤشراً على وجود العديد من الفرص الإستثمارية أمام المؤسسة في مجال الأصول الثابتة.

نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية للأصول = (القيمة الدفترية للأصول - مجموع حقوق المساهمين + عدد الأسهم المصرح بها* سعر الإغلاق) / القيمة الدفترية للأصول

3- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية: يتمثل الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للأسهم بالفرص الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسة. بينما تمثل القيمة الدفترية لحقوق الملكية القيمة المتراكمة الناتجة عن الأصول، ولذلك فإن هذه النسبة تقيس مزيج من التدفقات النقدية المتولدة من الفرص الإستثمارية، ويعبر عن هذه النسبة بعدد الأسهم المكتتب بها مضروباً في سعر الإغلاق مقسوماً على القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية = (عدد الأسهم المصرح بها في سعر الإغلاق) / القيمة الدفترية لحقوق الملكية

4- نسبة النمو لإجمالي الأصول: وتقاس من خلال إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية مطروحاً منه إجمالي الأصول في بداية الفترة المالية على إجمالي الأصول في بداية الفترة المالية.

نسبة النمو لإجمالي الأصول = (إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية - إجمالي الأصول في بداية الفترة) / إجمالي الأصول في بداية الفترة المالية

5- نسبة نمو الأصول الثابتة للمؤسسة: حيث تعبر هذه النسبة على قيمة الإستثمار في الأصول الثابتة لأي سنة مالية، ويتم قياسها من خلال قسمة إجمالي الأصول الثابتة في نهاية السنة على إجمالي الأصول الثابتة في بداية السنة مطروحاً منه إجمالي الأصول في بداية السنة.

نسبة نمو الأصول الثابتة للمؤسسة = (إجمالي الأصول الثابتة في نهاية السنة - إجمالي الأصول في بداية السنة) / إجمالي الأصول في بداية السنة

6- نسبة التدفقات النقدية التشغيلية: وتعتبر تلك النسبة عن مدى قدرة الأصول الثابتة من توليد تدفقات نقدية ثابتة ويمكن التعبير عن تلك النسبة بالتدفقات النقدية التشغيلية للسنة الحالية على صافي الأصول الثابتة للسنة السابقة.

نسبة التدفقات التشغيلية = التدفقات التشغيلية للسنة الحالية / صافي الأصول الثابتة للسنة السابقة

المطلب الثالث: ماهية الهيكل المالي

إن الإهتمام بتحديد محددات أو مكونات الهيكل المالي أدى إلى ظهور عدة نظريات نحاول تفسير هذه المحددات و مدى تأثيرها على الهيكل المالي.

الفرع الأول : مفهوم الهيكل المالي

ويمثل الهيكل المالي أو البنية المالية للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها. فتختلف تكلفة التمويل من مورد مالي لأخر حسب الطبيعة، فإن كان مصدر التمويل هو الإستدانة فإن المؤسسة في وضع مخاطرة، نظرا لكونها ملزمة بتحمل تكلفة الأموال التي حازت عليها على سبيل الإستدانة مهما كانت مردودية تلك الأموال. يمكن القول عندئذ أن المؤسسة أمام ما يسمى بتكلفة الإستدانة. بينما إذا كان مصدر التمويل هو الأموال الخاصة فإن الأمر يختلف تماما، حيث أن المؤسسة في هذه الحالة أمام ما يعرف بإسم تكلفة الأموال الخاصة، إذ يمثل هذا المصدر من التمويل ملكية في رأس مال المؤسسة، وهي بالتالي لها علاقة بالأرباح المتوقعة من طرف المساهمين، وعليه فإن المؤسسة معرضة لمخاطرة تحقيق مردودية مساوية على الأقل لما هو متوقع من طرفهم.

كما أنه قد يكون مصدر تمويل المؤسسة مزيجا من الموردتين السابقتين، وهي الحالة الأكثر شيوعا، ومن ثم تتحمل المؤسسة النوعين من التكلفة (تكلفة الإستدانة وتكلفة الأموال الخاصة) عندها تكون أمام ما يسمى بتكلفة رأس المال.¹

يشير مصطلح هيكل المالي إلى المصادر التي تعتمد عليها المؤسسة في الحصول على الأصول لتمويل الأصول عن طريق الإقتراض، وعادة ما تكون هذه القروض من الفوائض المالية المحتجزة، القروض الأسهم والسندات.²

ويمثل الهيكل المالي الجانب الأيسر من الميزانية العمومية للمؤسسة، و يعبر عن تركيز أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تحويل الأصول المتمثلة بالجانب الأيمن في الميزانية العمومية، حيث يمكن تمويل هذه الأصول من مصادر متعددة مثل: رأس المال، و الفوائض المحتجزة، و قروض قصيرة أو طويلة الأجل. و يعرف أيضا على أنه الجزء الخاص بالأموال الخاصة و الإستدانة المالية المتمثلة في الموارد الدائمة.³

الفرع الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي:

يعتبر الهيكل المالي من أهم المواضيع البحثية، وعلى إثر هذه البحوث ظهرت عدة نظريات تفسر الهيكل المالي، ومن بين هذه النظريات:

1- النظرية الكلاسيكية: حاولت هذه النظرية تفسير الأشياء على حالها بشكل عام حيث تتمثل في مجموعة من المعايير المستخدمة من قبل المدراء والمستثمرين في عملية إتخاذ القرار، وقد تمثلت تلك النظرية بالمدخل التقليدي الذي ينظر إلى هيكل رأس المال من خلال الإعتقاد بأن كل مؤسسة لها شكلا من أشكال المديونية الإعتيادية يرجع إلى خصائص المؤسسة وإمكاناتها وسياساتها، وتمثل

¹ فلي محمد، مطبوعة بيداغوجية في السياسات المالية للمؤسسة، تخصص مالية و محاسبة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2018، ص46

² غراب زينب، الهيكل المالي و تأثيره على قيمة المؤسسة المسعرة، مذكرة ماستر في مالية المؤسسة، الجزائر، 2011، ص50-51

³ راضية قريوع، محددات لإختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الإقتصادية، مذكرة ماستر في التأمينات و تسيير المخاطر، الجزائر، 2017، ص2

الطاقة الإستيعابية للمديونية قيمة أو كمية الدين الذي يتوجب على المؤسسة أن تقوم بالحصول عليه كقروض وتسهيلات إئتمانية لتقليل تكلفة هيكل تمويلها، وفقا لإفتراضات هذه النظرية فإن تكلفة الأموال المقترضة أو المملوكة لا تتغير أو لا تتغير بشكل ضئيل مما يساعد على الوصول إلى نقطة الشكل الإعتيادي للمديونية، في المؤسسة كما لا يمكن تحديد الحجم الطبيعي للمديونية، لذا فإن إتخاذ القرار وفقا لهذا المدخل يعتمد على الخبرة والممارسة الموجودة لدى المدراء الماليين في المؤسسات¹.

2- نظرية مودكلياني و ميلر: تركزت نظريات الباحثان حول هيكل رأس المال الأمثل في المؤسسة ويذكر أن ذلك بأن تكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة مستقلتان عن الهيكل المالي، ففي ظل سوق مالي كفاء، غياب الضرائب يوجد تكافؤ بين كافة أنماط التمويل في المؤسسات، وأن تكلفة هذا التمويل لا تتأثر بنسبة الإقتراض التي يتضمنها الهيكل المالي، وقد إستند الباحثان على جملة من الإقتراضات التي تتلخص فيما يلي²:

- إعتبار سوق رأس المال سوق كفاء مما يدل على أن المعلومات متوفرة بالنسبة للجميع دون عمولات.
 - غياب عمولات الصفقات و الضرائب وأن المتعاملين يمكنهم الإقتراض بنفس معدلات الفائدة.
 - تساوي الأفراد مع المؤسسات في الإقراض والإقتراض دون حدود ودون التعرض للخطر.
 - التوقعات متماثلة بالنسبة لكافة المستثمرين مع عدم وجود خطر الإفلاس.
- ✓ **في حالة غياب الضرائب:** تفترض نظرية مودكلياني و ميلر أن تكلفة التمويل مستقلة عن هيكل التمويل حيث تعتبر أن هذه التكلفة هي معدل العائد الأدنى المفروض وأن زيادة الأموال المقترضة في الهيكل المالي تؤدي إلى النتائج التالية³:
- إنخفاض تكلفة الأموال المرجحة لهيكل رأس المال بسبب إنخفاض تكلفة المصادر الخارجية كالقروض.
 - لا يؤثر الهيكل المالي للمؤسسة في قيمتها مهما تغير حجم الديون في ظل إفتراضات السوق الكفاء، كما أن التكلفة المتوسطة المرجحة لهيكل رأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة مكونات الهيكل المالي .

✓ **حالة فرض الضرائب:** في حالة خضوع الأرباح للضريبة فإن النظرية تقترض أن قيمة المؤسسة التي تعتمد على التمويل بالقروض في هيكلها المالي تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على التمويل بالقروض وذلك بعد الأخذ بأثر وجود عنصر الإقتصاد في الضريبة الناجم عن الفوائد القروض، حيث أن الربح الخاضع للضريبة في المؤسسة المقترضة أقل من الربح الخاضع للضريبة في المؤسسة المعتمدة على التمويل الذاتي⁴.

3- نظرية تكلفة الوكالة: ينص نموذج الوكالة على أن عدم تركيز الملكية يؤدي بالمؤسسات إلى إختيار الديون على الأموال الخاصة، إن السؤال الذي يطرح نفسه هو هل أن سلوك الإستدانة هو مبرر إختيار هذا الشكل من التمويل؟ فأس المال مركز في مؤسسات الدولة (ملك الدولة) في القطاع العمومي أو مركز في المؤسسات الخاصة، مما يبعد فرضية سلوك الإستدانة على سلوك المسيرين لهذا، فإن مشكل الوكالة لا يطرح بمفهوم المساهمة و المسير، و مع ذلك يمكن أن يطرح مشكل الوكالة بين المؤسسة و الدائنين. وتبحث

¹ قلبي محمد، مرجع سبق ذكره، ص50-53

² المرجع نفسه، ص54-58

³ نفس المرجع، نفس الصفحة

⁴ نفس المرجع، نفس الصفحة

المؤسسة في تقليص تكاليف الوكالة المحتملة (تكاليف إعداد و مراقبة بنود عقود القروض, الضمانات...) و التخلص من الديون في بعض الفترات سيساهم دون شك في تخفيض تكاليف الوكالة بين البنوك و المؤسسة.

إن وجود الديون في شكل قروض مصرفية بضمان مادي أو شخصي يؤثر على نتائج نظرية الوكالة للديون, ثم أن بظهور تكلفة الوكالة أصبح الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة و تكلفة الإفلاس معا. و علاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح, فهي تؤدي لبروز تناقض في المصالح بين المسير و المساهمين من ناحية, و بين المساهمين و المقرضين من ناحية أخرى. فإذا كان المسير لا يملك شخصا كامل حقوق الملكية في المؤسسة, فوكالة التسيير الناجمة عن هذه الوضعية عادة ما تكون مصدر لتكاليف الوكالة. و نجد أيضا العلاقة التي تنشأ بين المقرض و المؤسسة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة و الذي يتمثل في إعتبار وجود إختلاف في المعلومة من حيث المستوى و النوعية بين الأعوان الاقتصاديين, و هذا طوال فترة علاقة القرض¹.

4- نظرية المبادلة أو المفاضلة : يعود الأساس النظري لهذه النظرية إلى سنة 1963 عندما قدم (Modigliani And Miller 1963) الإعفاء الضريبي للدين, و الذي يجعل الدين أقل كلفة من التمويل بالأسهم, و هو ما يجعل قيمة الشركة تزداد بزيادة حجم الدين المستخدم في التمويل, و يعود السبب في ذلك إلى أن الفوائد على الديون تخضع من أرباح الشركة عند إحتساب ضريبة الدخل. لذلك فإن قيمة هذه الشركة المقترضة تعظم عندما تعتمد كليا على التمويل بالديون.

و تعتمد نظرية التبادل على نظرية الوعاء الضريبي Tax Shield و نظرية تكاليف الإفلاس Bankruptcy Cost, و نظرية تكاليف الوكالة Agency Cost في تفسير الإختلاف في قرار تمويل أنشطة الشركة, و تهدف إلى الموازنة بين فوائد التمويل و تكاليفه بإستخدام أموال الإقتراض, و بحسب النظرية فإن الشركة تتجه نحو هيكل رأس المال الأمثل في كل مرة يتم فيها إتخاذ قرار يتعلق بتمويل الشركة, و خلافا لنظرية ال POT² فإن هذه النظرية تقترح وجود هيكل رأس مال أمثل للشركة تتحقق عندما تغطي عوائد التمويل بالإقتراض كامل تكاليف التمويل بالإقتراض, و بحسب هذه النظرية فإن العوامل الثلاثة الأكثر تأثيرا على هيكل رأس المال الأمثل هي: الضرائب و طبيعة الأصول التي تملكها الشركة و ربحية الشركة, لأن هذه العوامل الثلاثة الأكثر تأثيرا على هيكل رأس المال الأمثل تؤثر بحجم المنافع و التكاليف التي قد تتحملها الشركة نتيجة لإستخدام الدين. إلا أن نظرية التبادل تفرض تماثل المعلومات بين الإدارة و الأطراف المتعاملة بالسوق, و أن الإدارة تعمل لمصلحة مالكي الأسهم أي المالكين³.

5- نظرية التسلسل الهرمي: لقد بين (Breman و Krauss, 1987) أنه لا يمكن للمؤسسات تمويل مشاريع تتميز بقيمة محددة صافية إيجابية بإصدار الأسهم بدون حدوث الإستثمار المفروض, حيث يعتمد نموذجها على مؤسستين مستدينتين ولكن بقيم مختلفة (عالية و منخفضة) و حسب رأيهما, فإن إصدار الأسهم للإستثمار و تسديد الديون يعتبر دلالة على أن المؤسسة في حالة جيدة. و في منظور (Constantundes et Grundy, 1989) يمكن أن تلجأ المؤسسات إلى إستعمال مصادر تمويل متعددة

¹ راضية قريوع, مرجع سبق ذكره, ص 53

² POT : Pecking Order Theory

³ دعاء خلفي خنفر, محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة بيورصة فلسطين, مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال, فلسطين, 2017, ص 16

قصد تمويل إحتياجاتها وإعادة شراء أسهمها، ويخلصان إلى نتيجة مفادها أنه لا سبب لوجود نظام تسلسلي هرمي للتمويل، مثل الذي تمت الإشارة إليه في نموذج ¹Mayers et Majluf .

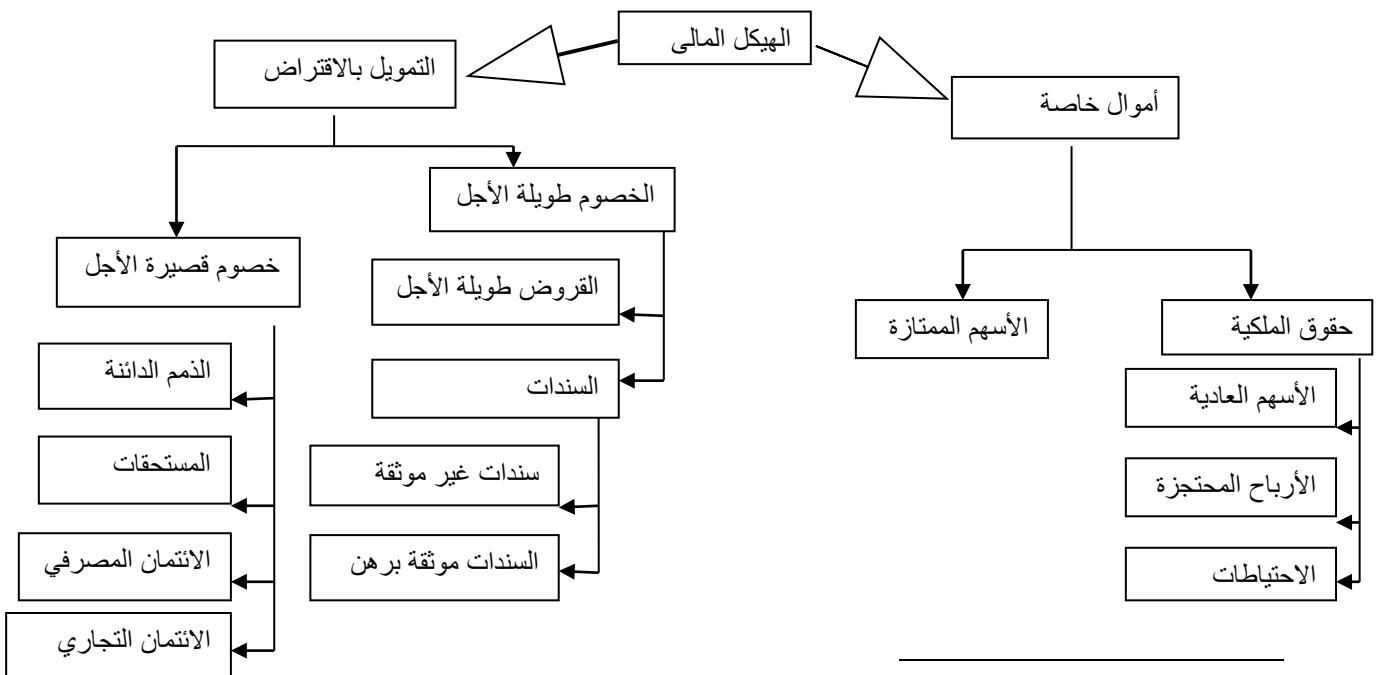
6-نظرية الإشارة: قدم Ross نظرية الإشارة في تحديد هيكل رأس المال الشركة، وبالشكل الذي يعكس طبيعة المعلومات المتوفرة لدى الإدارة عن الأداء، وقيمة أصول الشركة ومستقبلها، ويعود أساس هذه النظرية إلى التفاوت في حجم المعلومات بطريقة غير متماثلة فالمديرون يمتلكون معلومات داخلية غير متوفرة للمستثمرين. مما يجعل من الصعب تمييز الشركات ذات العائد و الأداء المرتفع عن الشركات ذات العائد و الأداء المنخفض مما يؤدي إلى تسعير أسهم كلا النوعين في السوق بنفس القيمة. حيث تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية و هي عدم تماثل المعلومات، الذي تتصف به الأسواق. الواقع أن المعلومات التي تثبتها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة و فعالة، تميزها عن المؤسسات الأخرى ذات مستوى أقل من الأداء. و خاصة هذه الاشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة².

الفرع الثالث: مكونات الهيكل المالي

يمكن للمؤسسة توفير الأموال عن طريق مصادر تمويل مختلفة، لتمويل عملياتها خلال دورة نشاطها و عناصرها موضحة في

المخطط التالي:

الشكل رقم 1-1 مكونات الهيكل المالي



¹راضية قريوع، مرجع سبق ذكره، ص 55

²دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرياح، ورقة، العدد4، 2006، ص111

المصدر: غراب زينب، الهيكل المالي و تأثيره على قيمة المؤسسة المسعرة، مذكرة ماستر مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة،

2011، ص51

من خلال الشكل لابد من التفرقة بين مفهومي هيكل رأس المال و الهيكل المالي، حيث يشير مصطلح هيكل رأس المال إلى نسبة مساهمة كل مصدر من مصادر الأموال في تكوين رأس المال الذي تحتاجه المؤسسة. بينما هيكل المالي الذي يمثل التركيبة الكلية لعناصر التمويل و يعتبر هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي.

حيث أنه يشير هيكل رأي المال إلى مصادر التمويل الطويلة ومتوسطة الأجل، دون الإهتمام بالمصادر قصيرة الأجل، بينما الهيكل المالي يشمل كافة مصادر التمويل للمؤسسة طويلة، متوسطة، قصيرة الأجل. وبالتالي يعتبر هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي¹.

الفرع الرابع: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي

إن تعدد النظريات والإتجاهات التفسيرية التي ركزت على صياغة وشرح هيكل رأس المال، ومدى إرتباطه بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة بإعتباره الهدف الإستراتيجي لأي إدارة مالية في الفكر المالي الحديث قد وسعت من كمية ونوعية العوامل والمحددات التي تؤثر على هيكل رأس المال، والتي يجب أخذها بالإعتبار عند تحديد نسبة الإقتراض المثلى لما لها من إنعكاسات على القيم السوقية للمؤسسة، وتؤثر على هيكل رأس المال في المؤسسة، ومن بين هذه العوامل نذكر مايلي :

1-السيولة: تقيس السيولة قدرة المؤسسة على تغطية إلتزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة منها ، وذلك من خلال التدفق النقدي التشغيلي الناتج عن عمليات المتاجرة في المبيعات وتحويل الذمم المدينة، ومن خلال تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسارة. لذا فإن للسيولة تأثير مزدوج على هيكل رأس المال بحيث تكون العلاقة بين السيولة ونسبة تغطية إلتزاماتها قصيرة الأجل علاقة طردية مما يسهل عليها الحصول على الإئتمان، وهو ما يوافق نظرية TOT، بينما ترى نظرية POT أن العلاقة بين السيولة ونسبة المديونية في هيكل التمويل علاقة عكسية، وذلك في ظل عدم تماثل المعلومات المتوفرة للمؤسسة والسوق المالي فقد تستخدم المؤسسات التي تتميز بسيولة مرتفعة تلك السيولة لتمويل إستثماراتها فلا تصبح الحاجة لديها ملحة للجوء إلى التمويل الخارجي.

2-النمو والفرص الإستثمارية : تعتمد المؤسسات التي تتميز بفرص إستثمارية جديدة على إستخدام التمويل الخارجي بشكل كبير ، كما أن إرتفاع تكلفة التمويل بالأسهم مقارنة بتكلفة التمويل بالإقتراض يشجع المؤسسات على زيادة الإعتماد على التمويل الخارجي ولكن قد تواجه تلك المؤسسات مخاطر كبيرة في إعتمادها المتزايد على التمويل الخارجي مما يقلل من رغبتها في اللجوء له².

¹غراب زينب، مرجع سبق ذكره،ص51

²ميشيل سعيد سويدان ، مرجع سبق ذكره،ص268-269

إن وجود الفرص الإستثمارية المستقبلية داخل موجودات المؤسسة يؤدي إلى زيادة مخاطرها، حيث أن هذه الفرص الإستثمارية المستقبلية تعد أصولا غير ملموسة لذلك فإن ال TOT¹ تقترح علاقة عكسية بين الفرص الإستثمارية المستقبلية وهيكل رأس المال مما يزيد من فجوة المعلومات بين المديرين والمستثمرين، وعليه فإن ال POT تقترح أيضا وجود علاقة عكسية.

3-حجم المؤسسة: لقد إفتضت العديد من الدراسات وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الإستدانة حيث وضح العديد من الباحثين بأن حجم المؤسسة عامل تمييز في إختيار الهيكل المالي للمؤسسة، ولكن رغم ذلك فإن تأثيره يبقى غامض فالمؤسسات الكبيرة الحجم تكون متعددة النشاطات الإستراتيجية و بالتالي أقل مخاطرة من المؤسسة صغيرة الحجم، حيث أن تكاليف الإفلاس المباشر سوف تنخفض مع زيادة حجم المؤسسة².

4-عمر المؤسسة: يعد عمر المؤسسة من بين العوامل المؤثرة في عملية إختيار تركيبة هيكلها المالي، لذا نجد أن كلا من (Edward Fisher & 1994، Cclom & Hampton، 1997) و (Berger & Udell، 1998) قد أثبتوا وجود علاقة إيجابية بين عمر المؤسسة وبين معدل الإستدانة ويستندان في شرح تلك العلاقة من خلال الثقة التي تكتسبها المؤسسة لدى الجهات التي تمنح الإئتمان، حيث تتعزز هذه الثقة للمؤسسة الأقدم في الحصول على قروض بشروط ميسرة ومعدلات منخفضة مما يساعد تلك المؤسسات في الإعتماد على التمويل الخارجي في هيكلها التمويلي كمصدر أساسي، كما أشار الباحثون إلى أن المؤسسة في مرحلة النمو تعتمد على التمويل الذاتي لصعوبة لجوئها لسوق الإقتراض لكونها تعيش في مرحلة التكوين والنضج³.

بينما خلصت دراسة (Colion-Sedillot & Bourdieu، 1993) إلى أن هناك علاقة عكسية بين عمر المؤسسة ومعدل إستدانتها مستندين إلى فرضية أن المؤسسات الأكبر سنا لها القدرة على توليد وتكوين أموال داخلية تمكنها من الإستغناء على التمويل الخارجي.

5-ربحية المؤسسة: تعتمد المؤسسة ذات الربحية المرتفعة على التمويل الذاتي أكثر في تشكيل هيكلها المالي، وذلك بإعتماد على احتجاز الأرباح بدلا من توزيعها، وهو الطرح الذي خلص إليه (Mayers، سنة 1984)، وفقا لنظرية عدم تماثل المعلومات، تتمول المؤسسة ذاتيا بدلا من الاقتراض وهذا لتجنب بعض التكاليف التمويل الإضافية كالمصاريف المالية و تكاليف المعاملات وبعض الإلتزامات كالرقابة على الإدارة.

6-الضرائب: من الأمور التي تشجع المؤسسة على الإقتراض (إستخدام التمويل المقترض)، هو ما تحققه من مزايا ضريبية أو ما يعرف بالوفر الضريبي الناتج عن ظهور فوائد في قائمة الدخل، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون المعدلات الضريبية مرتفعة. وعليه كلما زادت إمكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي تزداد رغبتها في الإعتماد على المديونية في التمويل، وبالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي، أو

¹ - TOT: Trade Off Theory

² محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية، مذكرة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، الجزائر، 2016، ص245-247

³ ميشيل سعيد سويدان، مرجع سبق ذكره، ص268-269

بسبب تكبدها خسائر مالية أدت إلى إنخفاض ربحيتها، وبالتالي إنخفاض الضريبة وربما إنعدامها، ففي حالة كهذه فإن المركز الضريبي لا يشجع على الإقتراض¹.

7-المرونة: يجب على المؤسسة تحديد الهيكل المالي الأمثل، الذي يعمل على التعظيم قيمتها، وبأقل المخاطر الممكنة حيث لا يتحقق ذلك إلا من خلال التوازن بين كل تلك العوامل المؤثرة الهيكل المالي وبطريقة مناسبة، وبالتالي فإن التخطيط السليم للهيكل المالي الأمثل هو الذي يأخذ بعين الإعتبار مصطلح كلا من المساهمين في المؤسسة، العمال الموظفين والدائنين².

8-هيكل الأصول: تفترض نظريات الهيكل المالي بأن هيكل الأصول من العوامل المحددة لنوع التمويل في المؤسسة، وذلك من خلال نوع الأصول الذي يقدم ضمانات أكثر من مقدمي الأموال وهو ما يشجع المقرضون على منح القروض للمؤسسة و ذلك لتوفر نوع من الضمان لإسترجاع أموالهم³.

الفرع الرابع : مؤشرات قياس الهيكل المالي

يمكن التعبير عن الهيكل المالي بعدة نسب ونذكر البعض منها⁴:

1-نسبة المديونية: نسبة الديون إلى الأصول وتشمل الديون جميع مصادر التمويل الخارجية طويلة وقصيرة الأجل. وتبين هذه النسبة الأصول الممولة عن طريق الديون، ومستوى مخاطر التمويل الخارجية، وقدرة الشركة على السداد.

2-نسبة الديون إلى حقوق الملكية : تظهر هذه النسبة مدى إستخدام الديون في المؤسسة مقارنة بحقوق المالكين، فهي الحالة تصفية المؤسسة تزيد من معدل المخاطر، وبالإضافة إلى ذلك يمكن لهذه النسبة أن تحدد مدى إستقلالية حاليا ويستحسن أن لا تزيد عن الواحد كنسبة معيارية وحتى تكون للمؤسسة حرية إتخاذ القرارات الخاصة لأن إرتفاع هذه النسبة تقيد عمليات المؤسسة ويجعلها عرضة للتدخلات و الضغوطات الخارجية للدائنين منها رفع كلفة الأموال المقرضة.

3-نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول: وتشير هذه النسبة إلى نسبة مساهمة حقوق المالكين في تمويل نشاطات البنك الإستثمارية (الموجودات)، كما تشير النسبة المئوية التي سيحصل عليها حملة الأسهم العادية من مجموع الأصول في حالة التصفية.

الفرع الخامس: علاقة السيولة والفرص الإستثمارية بالهيكل المالي:

أولا: علاقة السيولة بالهيكل المالي: أشارت العديد من الدراسات إلى أنه كلما ارتفعت قيمة النقدية داخل المؤسسة زادت قدرتها على سداد ديونها وارتفعت قيمة ضماناتها وتحسين تصنيفها ومركزها الإئتماني، واستنادا إلى هذا المنطق فإنه من المتوقع أن تكون هناك علاقة طردية بين سيولة المؤسسة واستخدامها للدين كمصدر تمويل، وبالتالي هناك علاقة طردية بين السيولة والهيكل المالي⁵.

¹راضية قريوع، مرجع سبق ذكره، ص58-61

² نفس المرجع، نفس الصفحة

³محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص247

⁴يزيد سليم محمد، مرجع سابق، ص395

⁵دلفوف سليمان، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف ، المجلد 14، العدد19، 2018، ص196

ثانيا: علاقة الفرص الإستثمارية بالهيكل المالي: تعتبر دراسة Myers 1977 من أوائل الدراسات التي حاولت تفسير العلاقة بين الفرص الإستثمارية والتمويل بالدين، حيث وجدت هذه الدراسة أن الشركات ذات فرص النمو المرتفعة تستخدم كمية أقل من الدين طويل الأجل، وذلك للتقليل من تكاليف الوكالة حيث يفضل حملة الأسهم لهذه الشركات الإستفادة من هذه الفرص بدلا من أن يذهب جزء كبير من عوائدها للدائنين، إضافة إلى ذلك فإنه وتبعاً لنظرية الإشارة فإن الشركات التي تتوقع من مشروعاتها المستقبلية أن تولد صافي قيمة حالية موجبة لا تستخدم كل الدين المتاح لها حالياً، وإنما تترك جزءاً لتمويل هذه المشروعات¹.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

سنحاول في هذا المبحث التطرق لأهم الدراسات العربية والأجنبية التي تدور في موضوع بحثنا وباراز أهم النتائج المتوصل إليها وعرض طرق معالجة البيانات وأهم التوصيات التي جاءت بها تلك الدراسات.

المطلب الأول: دراسات سابقة باللغة العربية

سنقوم في هذا المطلب بعرض لمجموعة من الدراسات اللغة العربية و التي تناولت في أغلبها تأثير السيولة والفرص الإستثمارية على الهيكل المالي مع تأثير بعض المحددات الأخرى .

أولاً: دراسة (شرابي باية كنز، 2013):²

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أهم العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وبناء نموذج تجريبي يسمح بتفسير السلوك المالي لهذه المؤسسات، وهذا بإعتماد على النظريات التالية التوازن، الإشارة، التمويل السلمي وقد خصت هذه الدراسة عينة من المؤسسات الجزائرية المتمركزة على مستوى الجزائر العاصمة البالغ عددها 35 مؤسسة إقتصادية جزائرية خلال الفترة من 2009 إلى 2011 وتمت معالجة البيانات باستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد وقد توصلت هذه الدراسة إلى كل من المتغيرات المتعلقة بمعدل النمو، وحجم المخاطر العملية و معدل الربحية تعتبر من أهم العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الجزائرية، حيث تتأثر نسبة الإستدانة إيجابياً مع معدل النمو، وسلبياً مع كل من حجم المؤسسة والمخاطر العملية والربحية. ومن أهم نتائج هذه الدراسة المتوصل إليها:

- السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية يتطابق مع كل من النظريات المالية التالية: التمويل السلمي، نظرية التوازن في ظل الإفلاس .
- تختلف البيئة المالية الجزائرية عن البيئة المالية في لدول المتقدمة .
- تفتقر البيئة الجزائرية المالية إلى التنوع في مصادر التمويل نتيجة غياب سوق مالي نشط .

¹ ميشيل سعيد سويدان، مرجع سبق ذكره، ص 267

² شرابي باية كنز، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة، مذكرة ماستر، مالية مؤسسة، جامعة الجزائر، 2013

ثانيا: دراسة (حمزة الزبيدي, حسين سلامة، 2014)¹:

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العوامل التي لها تأثير ذو دلالة إحصائية على الرفع المالي وتحديد هيكل رأس المال في الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية على المستوى الجزئي في الفترة ما بين 2003 و2007 وقد تم إعتداد المنهج التحليلي وفق نموذج الإنحدار الخطي المتعدد وإعتداد المتغيرات المالية التالية (الأصول الملموسة، الحجم، المخاطرة، الربحية، السيولة) ومن أهم نتائج الدراسة :

- وجود متغيرات أخرى غير التي تم إعتدادها في النموذج تؤثر على الرفع المالي في الشركات المساهمة السعودية وصيغة هيكل رأس المال فيها.
- إن المخاطر ليس لها تأثير على الرفع المالي وبالتالي تحديد هيكل رأس المال وهذا يتعارض مع المفاهيم العلمية

ثالثا: دراسة (علي أبو بكر نورالدين, حسين علي السريني، 2015)²:

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة ما إذا كانت محددات الهيكل المالي طبقا لإفتراضات نظرية العلاقة التوازنية ونظرية تسلسل مصادر التمويل هي نفسها في جميع الدول وقد خصت هذه الدراسة 6 دول منها 3 دول متقدمة وهي : الولايات المتحدة الأمريكية ,اليابان , ألمانيا .ومنها 3 دول نامية وهي : الصين, السعودية , مصر . في الفترة ما بين 2005 الى 2009. ولمعالجة المعلومات تم إعتداد نموذج الانحدار المتعدد، ومن أهم النتائج المتوصل إليها :

- أن متغير الحجم و النمو من أهم المتغيرات المفسرة لقرار إختيار الهيكل المالي حسب نظرية العلاقة التوازنية.
- متغير الربحية من أهم العوامل المفسرة لقرار إختيار الهيكل المالي حسب نظرية تسلسل مصادر التمويل.

رابعا: دراسة (ستو صفاء، 2015)³:

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير السيولة ونسب المديونية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة قطر وقد شملت عينة هذه الدراسة على مجموعة من الشركات موزعة على مختلف القطاعات البالغ عددها 20 شركة على مدى 2009 إلى 2014 , وتم استخدام نموذج بانل , وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك نسبة واحدة من نسب السيولة هي التي لها تأثير على سعر السهم السوقية وأن كل نسب المديونية لها تأثير على القيمة السوقية.

خامسا: دراسة (وليد زهير أبو شعبان، 2017)⁴:

¹ حمزة الزبيدي، حسين سلامة، إختيار اثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، مجلد28، عدد1، السعودية، 2014
² علي ابو بكر نور الدين، حسين علي السريني، محددات إختيار الهيكل المالي للشركات، مجلة جامعة سبها، مجلد14، العدد2، اليمن، 2015
³ ستو صفاء، تأثير نسب السيولة و المديونية على القيمة السوقية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2015-2016
⁴ وليد زهير ابو شعبان، مدى تأثير السيولة و الفرص الإستثمارية على الهيكل المالي، مذكرة ماستر في المحاسبة و التمويل، 2017

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير السيولة والفرص الإستثمارية على الهيكل المالي في الشركات الصناعية وقد خصت هذه الدراسة عينة 11 من المؤسسات المدرجة في بورصة فلسطين في الفترة ما بين 2011 إلى 2015 وتم الإعتماد على نموذج الإنحدار المتعدد لتحليل البيانات و إختبار الفرضيات ومن أهم نتائج هذه الدراسة :

-عدم وجود أثر لمتغير السيولة المقاسة بمؤشرات التدفق النقدي على هيكل رأس المال.

-وجود تأثير لمتغير فرص الإستثمارية على هيكل رأس المال.

سادسا: دراسة (دلفوف سليمان، 2017):¹

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة محددات الهيكل المالي في التأثير على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة في بيئة تتحكم للشرعية الإسلامية. و قد خصت هذه الدراسة من المؤسسات المدرجة في السوق الماليزي خلال الفترة 2005-2016 وفق نموذج الإنحدار الخطي المتعدد للمتغيرات التابعة (الرفع المالي) و المتغيرات المستقلة (حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، نمو المؤسسة، مخاطر الأعمال، السيولة، ملموسية الأصول و أداء السوق) ومن أهم نتائج هذه الدراسة :

- تأثر كل من المتغيرات ملموسة الأصول، حجم المؤسسة و أداء السوق المالي، السيولة و عمر المؤسسة على الرفع المالي.

- لا تأثر كل من مؤشرات الربحية و النمو على الرفع المالي.

-

سابعا: دراسة (حليمة تاللي، 2018):²

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أهم العوامل المحددة للهيكل المالي ومدى تأثير هذه العوامل على معدل الهيكل المالي لهذه المؤسسات، وقد شملت عينة من المؤسسات الخدمائية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2014 إلى 2016 وتمت معالجة المعطيات بالبرنامج الإحصائي Eviews0.9 و تم الإعتماد على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أنه كل من المتغيرات: المردودية المالية، العائد على الأصول، حجم المؤسسة، تلعب دورا جوهريا في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات.

المطلب الثاني: دراسات سابقة باللغة الأجنبية :

تناولت عدة دراسات باللغة الأجنبية تأثير السيولة و تأثير الفرص الإستثمارية على الهيكل المالي.

أولا: دراسة (Vahid T kh , Lida Ahmadnia، 2013):¹

¹دلفوف سليمان، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، المجلد 14، العدد 19، الجزائر، 2018، ص 210-189

²تاللي حليمة، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدمائية، مذكرة ماستر مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2018-2017

هدفت الدراسة إلى التعرف على تأثير السيولة وفرص نمو الإستثمار على هيكل رأس المال وذلك للشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية، حيث تم تحليل البيانات المالية العدد (75) شركة من البيانات المنشورة والرسمية الفترة 2006-2010، وقد تضمنت العينة محل الدراسة أنواع متعددة من شركات التصنيع والإستثمار والوساطة المالية، وقد تم إستخدام نموذج الإنحدار في تحليل متغيرات الدراسة .

وكان من أهم نتائج الدراسة: وجود علاقة سلبية بين السيولة المقاسة بنسبة التدفقات النقدية إلى الأصول كمقياس أول وبين هيكل رأس المال، بينما أظهرت الدراسة وجود علاقة إيجابية بين المقياس الثاني للسيولة نسبة التدفقات النقدية إلى صافي الربح وبين هيكل رأس المال، كما أظهرت النتائج وجود تأثير كبير بين المقياس الثالث للسيولة نسبة التدفقات النقدية إلى حقوق المساهمين وبين هيكل رأس المال، وفيما يتعلق بأثر فرص نمو الإستثمار فقد أظهرت النتائج وجود علاقة كبيرة بين مقياس فرص النمو التي تم التعبير عنها بالقيمة السوقية للأصول وبين هيكل رأس المال .

وكان من أهم توصياتها: ضرورة الإهتمام بقائمة التدفقات النقدية كمقياس للسيولة النقدية في الشركة لدورها في تحديد التدفقات النقدية المتاحة لتغطية العمليات التشغيلية والإستثمارية والتمويلية، مع أهمية إعداد الموازنات النقدية التقديرية لما لها من دور في التخطيط النقدي للشركة.

ثانيا: دراسة (Hamdi Barjandi, and all, 2013):²

هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر السيولة على قرارات هيكل رأس المال حيث تم جمع بيانات (50) شركة من منشورات سوق طهران للأوراق المالية خلال الفترة 2012-2005، وقد تم إستخدام نموذج الإنحدار المتعدد لإختبار الفرضيات. حيث تم التعبير عن السيولة بمقياس سيولة السهم كمتغيرات مستقلة بينما تمثل المتغير التابع في الرفع المالي مقاساً بالقيمة الدفترية للديون إلى إجمالي الأصول .

وكان من أهم نتائج الدراسة: وجود علاقة إيجابية بين مقياس السيولة وبين الرفع المالي، كما أظهرت الدراسة أيضاً أن الزيادة في نسبة أرباح الشركة مرتبط بشكل إيجابي مع الرفع المالي .

¹ Vahid taghizad khaqah, linda ahmadnia, **the impact of capital structure on liquidity and investment growth opportunity in Tehran stock exchange**, journal of basic and applied scientific, department of accounting, tabriz branch, islamic azad university, issn 2090-4304, iran, 2013

² Hamid birjandi, **the study effect of liquidity on capital structure decisions in the tehran security exchange**, world open journal of finance and accounting, , department of accounting, tabriz branch, islamic azad university, vol 1, n 1, iran 2013

وكان من أهم توصياتها: ضرورة الإهتمام بتحليل السيولة من خلال مقاييس سيولة السهم بالإضافة إلى مقاييس سيولة الشركة ككل وعمل مقارنات مع معدلات الصناعة لما لها دور كبير في التأثير على هيكل رأس المال، كما أوصت الدراسة بأهمية تدريب العاملين في الإدارات المالية على مجال إدارة الأصول والمطلوبات .

ثالثا: دراسة (Ramzi E.N Tarazi,2013)¹:

هدفت هذه الدراسة لمعرفة محددات الهيكل الرأسمالي و تأثير تطور مؤشر الأسهم على خيارات التمويل لعينة من الشركات المدرجة بالسوق المالي التايلاندي، والبالغ عددها 559 خلال الفترة ما بين 2001 إلى غاية 2011 و قد تم إستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وتم إعتداد على المتغيرات التابعة (الهيكل الرأسمالي) و المتغيرات المستقلة (الربحية، فرص النمو، هيكل الأصول، حجم الشركات، حجم الشركات، نسب المديونية، الوعاء الضريبي)، و لمعالجة البيانات تم إستخدام برامج التحليل الإحصائي ومن أهم نتائج هذه الدراسة:

- أن حجم الشركة و ربحيتها و هيكل اصولها لهم دورا مهين في تفسير التباين في نسب إجمالي ديون الشركات التايلاندية على المدى الطويل

- يرتبط تأثير الوعاء الضريبي عكسيا بمستوى الرفع فقد تبين أن التكلفة الضائقة المالية ليس لها جدوى كبيرة

رابعا: دراسة (Manuel Fernandez ,and all ,2013)²:

هدفت هذه الدراسة لمعرفة محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة عمان و قد خصت هذه الدراسة عينة قدرت ب 82 شركة خلال الفترة ما بين 2006 إلى غاية 2011 و تم إعتداد المنهج الوصفي و لإنجاز هذه الدراسة تم إعتداد متغيرات التابعة (هيكل رأس المال) و متغيرات المستقلة (السيولة, حجم الشركات, الربحية) و لمعالجة البيانات تم إستخدام نموذج الانحدار الخطي. و من أهم نتائج هذه الدراسة :

- كلما زاد التدفق النقدي زادت نسبة الديون.

- كلما زاد حجم الشركة أصبح كلما أصبحت أكثر حاجة للإستدانة

¹ Ramzi e.ntarazi, **determinal of capital structure,department of accounting and finance**, university of Palestine,Palestine,2013

² manuel Fernandez, **determinants of capital structure** , Arabian journal of business and management review skyline university college,vol.2,no.11onam, 2013

خامسا: دراسة (Aiyoub Ahmadimousaabad , and all) 2013):¹

هدفت هذه الدراسة لمعرفة العوامل المحددة لهيكل الرأسمالي التي لا تنطبق على الأوراق المالية و قد خصت هذه الدراسة عينة من الشركات المدرجة ببورصة إيران خلال الفترة ما بين 2001 إلى غاية 2010، و البالغ عددها 123 شركة و قد تم إعتتماد على نموذج الإنحدار الخطي و لإنجاز هذه الدراسة تم إعتتماد على المتغيرات التابعة (الهيكل الرأسمالي) و المتغيرات المستقلة (نسبة الدين، نسبة الأسهم) و لمعالجة البيانات تم إستخدام برامج التحليل الإحصائي. و من أهم نتائجها:

- أن الحجم و الخطر مرتبطان بشكل إيجابي بهيكل الهيكل الرأسمالي.

- القابلية للريح و النمو لهما تأثير سلبي على هيكل الرأسمالي .

سادسا: دراسة (Mohammad Alipourhamma, and all) 2015):²

هدفت هذه الدراسة لمعرفة محددات هيكل رأس المال للشركات غير مالية و لإجراء هذه الدراسة تم استخدام عينة من الشركات المدرجة ببورصة طهران خلال الفترة ما بين 2003 إلى غاية 2007 الناشطة في قطاع التصنيع ، و قد تم إستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد وإستخدام برامج التحليل الاحصائي لإختبار صحة الفرضيات . و تم إعتتماد متغيرات التابعة (هيكل رأس المال)، و متغيرات المستقلة (حجم الشركة، الربحية، السيولة، النمو و الربح و ملكية الدولة). و من أهم نتائج هذه الدراسة:

- تؤثر كل من المتغيرات حجم الشركة و الربحية و السيولة بشكل عكسي على هيكل رأس المال.

- تؤثر كل من متغيرات النمو و الربح و ملكية الدولة بشكل طردي على هيكل رأس المال.

سابعاً: دراسة (Hossien Karbasi Yazdi, Majid Mohammadian) 2017):³

هدفت هذه الدراسة لمعرفة مدى تأثير مؤشرات الربحية على هيكل رأس المال و قد خصت هذه الدراسة عينة من الشركات المدرجة ببورصة طهران البالغ عددها 138 شركة خلال فترة ما بين 2011 إلى غاية 2014، و قد تم إستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بإستخدام برامج التحليل الإحصائي لمعالجة البيانات و إختبار الفرضيات و تم إعتتماد على متغيرات التابعة (هيكل رأس المال) و متغيرات المستقلة (مؤشرات الربحية، الدين، هيكل الأصول). و من أهم نتائج هذه الدراسة :

- وجود هيكل رأس مال و العلاقة العكسية بين مؤشرات الربحية و هيكل نسبة الأصول الرأسمالية.

¹ Aiyoub ahmadimousaabad , **capital structure decisions and determinants**, international research journal of applied and basic sciences, university teknologi Malaysia ,vol.5-7,891-896, iran,2013

² Mohammad aliour, **determinants of capital structure, international journal of law and management** , department of accounting and management , Islamic azad university,khalkhal,vol.57,1s1,iran,2015

³ Hossien karbasi , majdi mohammadian, **effect of profitability indices on the capital structure of listed companies in Tehran stock exchange**, mathematical finance and applications, IA university of arak,iran,2017

-وجود علاقة عكسية كبيرة بين المدى القصير و الربحية و الديون طويلة الأجل.

ثامنا: دراسة (Yaqoob Ahmad, Gohar Zaman)¹:

هدفت هذه الدراسة لمعرفة محددات هيكل رأس المال و قد خصت هذه الدراسة عينة من المؤسسات المدرجة ببورصة باكستان الناشطة في قطاع النسيج المركب خلال الفترة ما بين 2005 إلى غاية 2009 البالغ عددها 46 شركة من أصل 50 شركة تم أخذ البيانات من منشور البنك الحكومي الباكستاني و لإنجاز هذه الدراسة تم إعتقاد متغيرات التابعة (هيكل رأس المال)، و متغيرات المستقلة (الحجم، النمو، الربح) . و لمعالجة البيانات تم إستخدام نموذج الإنحدار الخطي المتعدد. و من أهم نتائجها:

-تؤثر كل من الربحية و الخطر بشكل عكسي على هيكل رأس المال.

- يؤثر النمو على هيكل رأس المال بشكل طردي.

المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة

في هذا الجزء قمنا بمحصر أوجه الإختلاف و التشابه بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

الفرع الأول: من حيث المكان والزمان

تمثلت حدود دراستنا في مجموعة من الشركات المتواجدة على مستوى السوق المالي الكويتي بينما الدراسات السابقة فكانت حدود دراستها بالأسواق: قطر-ماليزيا- فلسطين- طهران- السويد- تايلاند- باكستان- عمان- الجزائر- السعودية- الصين.

و قد كانت فترة الدراسة الحالية خلال الفترة(2020/2015) و إختلفت فترتها عن فترات الدراسات السابقة سواء العربية أو الأجنبية.

الفرع الثاني: من حيث عينة الدراسة:

حيث كانت عينة الدراسة هي 9 شركات المدرجة ببورصة الكويت, أما بخصوص الدراسات السابقة فكانت عينتها تتراوح ما بين في الدراسات العربية (20مؤسسة- 35مؤسسة- 25شركة- 11شركة- 6دول), أما في الدراسات الأجنبية فكانت (600 شركة- 132 شركة - 82 شركة - 138 شركة - 46شركة- 559شركة).

¹Yaqoob ahmad, gohar zaman, **determinants of capital structure: a case for the Pakistani textile composite sector**, impression management, abasyn journal of social sciences, vol.6,no.1

الفرع الثالث: من حيث القطاع:

تمت دراستنا على مستوى القطاع الصناعي وهو الأمر الذي إشتراك فيه دراستنا مع الدراسات السابقة والتي كانت عينتها في القطاع الصناعي.

الفرع الرابع: من حيث أدوات الدراسة:

يتم التحليل بمعاملات الارتباط لمعرفة درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة إضافة إلى إستخدام نماذج بانل من أجل معرفة ودراسة أثر كل متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع بإستخدام برنامج Eviews. وفي هذه النقطة فقد اختلفت مع الدراسات السابقة في التحليل هناك من استخدم تحليل إندجار الخطي، بينما بعض الدراسات إستخدمت تحليل الإندجار المتعدد.

الفرع الخامس: من حيث متغيرات الدراسة:

تناولت الدراسة متغيرات:

المتغيرات التابعة: تمثلت في نسبة الديون والتي يتم التعبير عنها من خلال:

إجمالي الديون / إجمالي الأصول

المتغيرات المستقلة: تمثلت في مقاييس السيولة البالغ عددها 4 والمعبر عنها من خلال النسب التالية:

1- صافي التدفق النقدي / إجمالي الأصول

2- صافي التدفق النقدي التشغيلي / إجمالي الأصول

3- صافي التدفق النقدي التشغيلي / إجمالي حقوق الملكية

4- صافي التدفق النقدي / صافي الربح

و مقاييس الفرص الإستثمارية و البالغ عددها 4 والمعبر عنها من خلال النسب التالية:

1- القيمة السوقية للأصول / القيمة الدفترية للأصول

2- القيمة السوقية لحقوق الملكية / القيمة الدفترية لحقوق الملكية

3- صافي التدفق النقدي التشغيلي / صافي الأصول الثابتة للسنة السابقة

4- إجمالي الأصول في نهاية الفترة - إجمالي الأصول في بداية الفترة / إجمالي الأصول في بداية الفترة

هناك دراسات تشترك مع الدراسة الحالية في متغيرات السيولة و هناك دراسات تشترك في متغيرات الفرص الإستثمارية و هناك في كلاهما.

خلاصة الفصل الأول:

تناولنا في هذا الفصل أهم جوانب الجزء النظري لموضوعنا، المتمثل في الهيكل المالي الذي يعد الصورة التي تعكس مصادر التمويل لمختلف الأصول داخل المؤسسة. إضافة إلى أهم مفاهيم السيولة و الفرص الإستثمارية كونها إحدى محددات الهيكل المالي، فالسيولة تعبر عن قدرة المؤسسة على مواجهة إلتزاماتها قصيرة الأجل سواء المتوقعة أو الغير متوقعة، أما الفرص الإستثمارية فهي تعني كافة المقترحات و الأفكار الإستثمارية المتاحة للمؤسسة هذا فيما يخص المبحث الأول, أما في المبحث الثاني فقد تناولنا أهم الدراسات العربية و الأجنبية و تم عرض أهم نتائج تلك الدراسات و مقارنتها مع الدراسة الحالية.

الفصل الثاني

دراسة تطبيقية لأثر السيولة

والفرص الإستثمارية على الهيكل المالي

خلال الفترة 2015-2020

تمهيد:

نتطرق في هذا الفصل إلى الدراسة التطبيقية من خلال اختبار أثر السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي في بورصة الكويت خلال الفترة (2015-2020)، ويتكون هذا الفصل من مبحثين الأول خصص للمنهجية والأدوات المستخدمة في الدراسة أما الثاني فيتضمن مناقشة وتحليل النتائج المتواصل إليها.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

نحاول من خلال هذا المبحث التعرف على المنهجية والأدوات المستخدمة التي تم اعتمادها في الموضوع قيد الدراسة وذلك على النحو التالي:

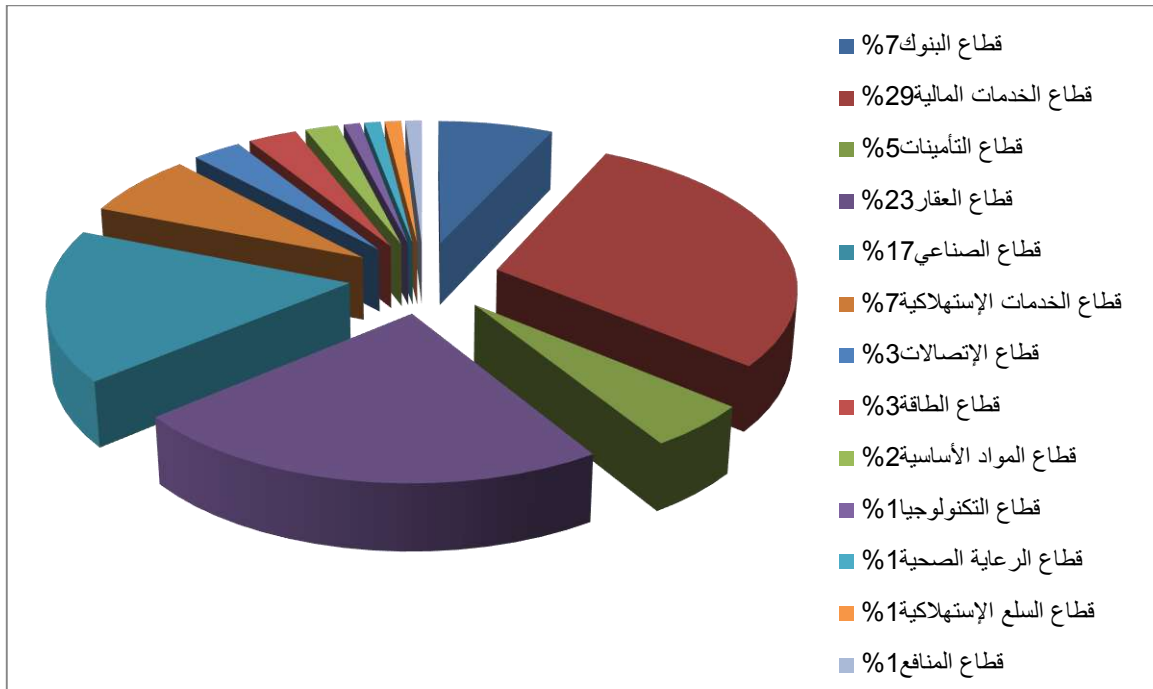
المطلب الأول: طريقة الدراسة

نتناول في هذا المطلب مجتمع وعينة الدراسة، بالإضافة إلى مصادر جمع البيانات ومتغيرات الدراسة.

الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في بورصة الكويت والتي تتراوح في مجموعها 167 مؤسسة، أما فيما يخص عينة الدراسة فتمثلت في تسع شركات مدرجة في بورصات الكويت وهي (شركة أسيكو للصناعات، شركة إسمنت بورتلاند الكويت، شركة الصناعات الهندسية الثقيلة وبناء السفن، شركة مجموعة الصناعات الوطنية القابضة، شركة الخليج للكابلات والصناعات الكهربائية، شركة إسمنت الكويت، شركة رأس الخيمة لصناعة إسمنت الأبيض والمواد إنشائية، شركة صناعات الإسمنت الفجيرة، شركة الصناعات الوطنية) وذلك باستعمال البيانات المتعلقة بالفترة الزمنية من 2015 إلى غاية 2020. وتم اختيار هذه المؤسسات بناء على نشاطها في نفس القطاع وهو القطاع الصناعي ويمثل نسبة 17%، وتوفر القوائم المالية لجميع المؤسسات العينة لنفس الفترة. وفيما يلي تمثيل لتوزيع القطاعات المدرجة في بورصة الكويت.

الشكل رقم 2-1 نسب توزيع القطاعات المدرجة في بورصة الكويت



المصدر: من إعداد الطالبتين إعتمادا على معطيات موقع بورصة الكويت

الفرع الثاني: حدود الدراسة ومصادرها

حدود الدراسة: تمثلت حدود الدراسة الزمنية في الفترة الزمنية من سنة 2015 إلى 2020، وأما الحدود المكانية تمثلت في سوق الكويت المالي.

مصادر الدراسة: إعتمدنا في بحثنا هذا على مصدرين أساسيين لجمع المعلومات وذلك على النحو التالي:

- المصادر الثانوية: لجأنا في بحثنا هذا للحصول على معلومات حول الإطار النظري لمصادر ثانوية والتي تتمثل في الأبحاث والدراسات السابقة حول موضوع الدراسة وهي الأطروحات والمقالات والمراجع المختلفة من الكتب، كما إطلعنا على مواقع الأنترنت.
- المصادر الأولية: إستخدمنا التقارير المالية السنوية لبورصة الكويت لجمع المعلومات لمعالجة الجانب التطبيقي بغرض القيام بدراسة تطبيقية لأثر السيولة والفرص الإستثمارية على الهيكل المالي.

الفرع الثالث: متغيرات الدراسة

بغرض تحديد طبيعة العلاقة بين السيولة والفرص الإستثمارية على الهيكل المالي سنقوم بإستعمال ثلاثة متغيرات هم:

المتغير التابع: يتمثل هذا المتغير في الهيكل المالي وقد إعتمدنا في قياسه النسبة التالية:

الجدول 2-1: المتغيرات التابعة (نسبة الهيكل المالي)

الدراسة والأبحاث	النسبة	رمز المتغير	المتغير
(حليمة تلاي 2018) ، (شريبي باية كنزة 2014) (وليد زهير أبو شعبان 2017) (حمزة الزبيدي، حسين سلامة 2014) (Ramzi EN Tarazi) (Aiyoub Ahmadimousaabad 2013)	إجمالي الديون/إجمالي الأصول	Y	الهيكل المالي

المتغيرات المستقلة: تتمثل في نسب السيولة ونسب الفرص الإستثمارية. ونذكرها على النحو التالي:

الجدول (2-2): المتغيرات المستقلة (نسب السيولة ونسب الفرص الاستثمارية)

الدراسة والأبحاث	النسبة	رمز المتغير	إسم المتغير
(وليد زهير أبو شعبان 2017) (Hossien Karbasi 2017) (Aiyoub Ahmadimousaabad 2013)	صافي التدفق النقدي/ إجمالي الأصول	X1	السيولة
(وليد زهير أبو شعبان 2017) (حمزة الزبيدي، حسين سلامة 2014) (دلفوف سليمان 2017) (Ramzi E.N Tarazi 2013) (Moohammed Alipour 2015)	صافي التدفق النقدي التشغيلي/ إجمالي الأصول	X2	
(وليد زهير أبو شعبان 2017) (دلفوف سليمان 2017) (Vahid Taghizadeh Khanqah 2013) (Hossien Karbasi Yazdi 2017) (Aiyoub Ahmadimousaabad 2013) (Manuel Fernandez 2013)	صافي التدفق النقدي التشغيلي/ حقوق الملكية	X3	

(ستو صفاء 2016) (Vahid Taghizadeh Khanqah 2013) (Hamid Barjandi 2013) (Hossien Karbasi Yazdi 2017) (Manuel Fernandez 2013)	صافي التدفق النقدي/صافي الربح	X4	
(ستو صفاء 2016)، (حليمة تلاي 2018) (علي أبو بكر نور الدين، حسين علي السريبي (Yaqoob Ahmad) ، (2015 (Manuel Fernandez 2013)	القيمة السوقية للأصول/القيمة الدفترية للأصول	X5	الفرص الاستثمارية
(ستو صفاء 2016) (حليمة تلاي 2018) (Yaqoob Ahmqd)	القيمة السوقية لحقوق الملكية/القيمة الدفترية لحقوق الملكية	X6	
(علي أبو بكر نور الدين، حسين السريبي (2015 (Vahid Taghizadeh Khanqah 2013) (Mohammad Alipour 2015)	صافي التدفق النقدي/صافي التدفق النقدي التشغيلي	X7	
(شرابي باية كنزة 2014) (Hamdi Barjandi 2013)	معدل نمو الأصول	X8	

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الدراسات السابقة

الفرع الرابع: فرضيات الدراسة

يمكن تقسيم فرضيات الدراسة إلى:

الفرضية الأولى : تؤثر نسب السيولة على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة (2015-2020).

ولتسهيل التحليل قمنا بتقسيم الفرضية الأولى إلى فرضيات الجزئية التالية:

- الفرضية 1-1: تؤثر نسبة صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية.

- الفرضية 1-2: تؤثر نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة الكويت للأوراق المالية.

- الفرضية 1-3: تؤثر نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى حقوق الملكية على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة الكويت للأوراق المالية.

- الفرضية 1-4: تؤثر نسبة صافي التدفق النقدي إلى صافي الربح على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة الكويت للأوراق المالية.

الفرضية الثانية: تؤثر نسب الفرص الإستثمارية على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2015-2020). ولتسهيل التحليل قمنا بتقسيم الفرضية الثانية إلى فرضيات الجزئية التالية:

- الفرضية 1-2: تؤثر نسبة القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية للأصول على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة الكويت للأوراق المالية.

- الفرضية 2-2: تؤثر نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة الكويت للأوراق المالية.

- الفرضية 2-3: تؤثر نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى صافي الأصول الثابتة على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة الكويت للأوراق المالية.

- الفرضية 2-4: تؤثر نسبة معدل نمو الأصول على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة الكويت للأوراق المالية.

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

لمعالجة وتفرغ البيانات المالية لمتغيرات الدراسة والتي تكون في شكل جداول تم إستخدام برنامج Excel.2016، وذلك من أجل حساب نسب السيولة ونسبة الفرص الإستثمارية. ولتقدير معالم النموذج المفسر للدراسة تم إستخدام نماذج بانل التي تأخذ بعين الإعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الوحدات المقطعية في بيانات عينة الدراسة، وعليه فإن بيانات بانل تجمع بين ثلاثة نماذج رئيسية وهي¹:

■ نموذج الإنحدار التجميعي (Pooled OLS Regression Model)

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بانل حيث تكون فيه جميع المعاملات β_1 ، β_2 ، ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل تأثير الزمن)، وبغرض التقدير تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية بعد أن ترتب قيم المتغير التوضيحي وقيم متغير الإستجابة بدءًا من أول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا.

■ تقدير نموذج إنحدار الآثار الثابتة (Fixed Effect OLS Model)

يقصد بنموذج الآثار الثابتة بأن المعلمة β_1 لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن، إنما التغير يكون فقط في مجاميع هذه البيانات. ويهدف هذا النموذج لمعرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية بمفردها وذلك من خلال جعل المعلمة β_1 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة لكل مجموعة من البيانات المقطعية.

■ تقدير نموذج إنحدار الأثر العشوائي (Random Effect OLS Model)

¹ إسماعيل بن فانة، الإحصاء الوصفي والحيوي-دروس وتطبيقات، دار أسامة لنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011، ص74، 83، 84.

يكون نموذج إنحدار الأثر العشوائي ملائماً في حالة وجود خلل في إحدى الفرضيات التي يقوم عليها نموذج إنحدار الأثر الثابتة والتي تنص على أن حد الخطأ العشوائي ε_i يتبع توزيعاً طبيعياً بمتوسط مساوي للصفر، وتباين مساوي لـ σ^2 ولكي تكون معلمات النموذج صحيحة وغير متحيزة يجب أن يكون تباين الخطأ لجميع البيانات المقطعية ثابتاً ولا يوجد ارتباط ذاتي بين كل مجموعة من هذه البيانات خلال فترة زمنية معينة. وتستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة في عملية التقدير

المبحث الثاني: عرض نتائج دراسة، تحليلها وتفسيرها

بعدما تطرقنا في المبحث السابق للتعريف بمتغيرات الدراسة والأدوات المستعملة في قياسها، سنحاول في هذا المبحث معرفة إذا ما كان هناك أثر للسيولة والفرص الإستثمارية على الهيكل المالي.

المطلب الأول: تقديم نتائج الدراسة

سنقوم في هذا المطلب بتقديم النتائج المتواصل إليها في كل من الدراسة الإحصائية والدراسة القياسية.

الفرع الأول: نتائج الدراسة الإحصائية لمتغيرات الدراسة

نقوم في هذه الفقرة وبالإستعانة بالأشكال البيانية الموضحة لتطور قيم بعض المؤشرات الإحصائية لمتغيرات الدراسة، ووضع تفسير إحصائي يمكننا من إستخلاص بعض النتائج التي تفيد في فهم السلوك العام لهذه المتغيرات خلال فترة الدراسة.

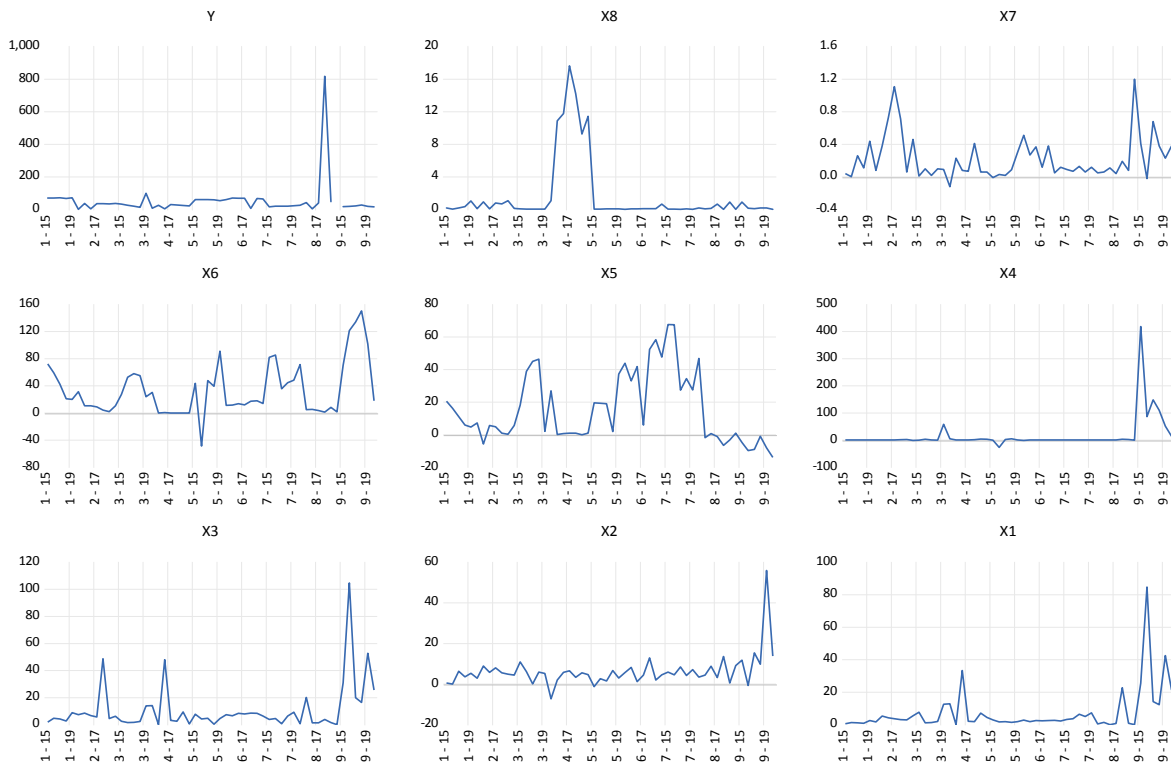
الجدول (2-3): قيم بعض المؤشرات الإحصائية لمتغيرات الدراسة

	Y	X8	X7	X6	X5	X4	X3	X2	X1
Mean	52.19425	1.643868	0.203774	33.94662	16.06240	17.05834	11.15264	6.181604	7.566604
Median	33.20000	0.100000	0.100000	20.10000	5.900000	0.660000	6.270000	5.250000	2.770000
Maximum	817.8900	17.65000	1.110000	150.6200	67.67000	418.5000	104.7400	55.88000	84.81000
Minimum	0.765000	0.010000	-0.120000	-48.75000	-13.98000	-26.59000	0.060000	-7.240000	0.050000
Std. Dev.	109.7582	4.052256	0.232846	38.42890	21.66309	63.29122	17.63448	8.083702	13.78294
Skewness	6.575074	2.675836	1.679105	1.064688	0.784141	5.201069	3.501534	4.429575	3.905762
Kurtosis	46.43221	8.832222	6.146347	4.121859	2.493413	32.21720	17.00821	28.28754	20.52000
Jarque-Bera	4547.583	138.3636	46.76605	12.79245	5.998143	2124.084	541.6445	1585.461	812.6010
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.001668	0.049833	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	2766.295	87.12500	10.80000	1799.171	851.3070	904.0920	591.0900	327.6250	401.0300
Sum Sq. Dev.	626436.6	853.8805	2.819293	76792.60	24403.04	208300.5	16170.69	3398.004	9878.404
Observations	53	53	53	53	53	53	53	53	53

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.12

وفيما يلي تمثيل لمتغيرات الدراسة في الشكل رقم (2-2)

الشكل (2-2): الشكل البياني لمتغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.12

من خلال الجدول (2-3) والشكل (2-2) أعلاه يتبين من أن:

1. بالنسبة للمتغيرة المستقلة (السيولة):
 - نسبة صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول (x1): تراوحت بين أقل قيمة وهي 0.05% وأعلى قيمة وهي 84.81%. أي بمتوسط حسابي بلغ 7.56% وإخلاف معياري بلغ 13.78%.
 - نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول (x2): تراوحت بين أقل قيمة وهي -7.24% وأعلى قيمة وهي 55.88%. أي بمتوسط حسابي بلغ 6.81% وإخلاف معياري بلغ 8.08%.
 - نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى حقوق الملكية (x3): تراوحت بين أقل قيمة وهي 0.06% وأعلى قيمة وهي 104.76%. أي بمتوسط حسابي بلغ 11.15% وإخلاف معياري بلغ 17.6%.
 - نسبة صافي التدفق النقدي إلى صافي الربح (x4): تراوحت بين أقل قيمة وهي -26.59% وأعلى قيمة وهي 418.50%. أي بمتوسط حسابي بلغ 17.05% وإخلاف معياري بلغ 63.29%.
2. بالنسبة للمتغيرة المستقلة (الفرص الاستثمارية)

- نسبة القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية للأصول (x5): تراوحت بين أقل قيمة وهي 13.98% وأعلى قيمة وهي 67.67%. أي بمتوسط حسابي بلغ 16.06% وإخلاف معياري بلغ 21.66%.
 - نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (x6): تراوحت بين أقل قيمة وهي 48.75% وأعلى قيمة وهي 150.62% أي بمتوسط حسابي بلغ 33.94% وإخلاف معياري بلغ 42.38%.
 - نسبة صافي التدفق النقدي إلى صافي التدفق النقدي التشغيلي (x7): تراوحت بين أقل قيمة وهي 0.12% وأعلى قيمة وهي 1.11% أي بمتوسط حسابي بلغ 0.20% وإخلاف معياري بلغ 0.23%.
 - معدل نمو الأصول الثابتة (x9): تراوحت بين أقل قيمة وهي 0.01% وأعلى قيمة وهي 17.65% أي بمتوسط حسابي بلغ 1.64% وإخلاف معياري بلغ 4.05%.
3. بالنسبة للمتغيرة التابعة (الهيكل المالي)
- الهيكل المالي تراوحت بين أقل قيمة وهي 0.76% وأعلى قيمة وهي 817.89% أي بمتوسط حسابي بلغ 52.19% وإخلاف معياري بلغ 109.75%.

الفرع الثاني: علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة

نستعمل لهذا الغرض معامل الارتباط حيث يفترض أن المتغيرين X و Y كميين، وأن العلاقة بينهما هي علاقة خطية. ويُعبر هذا المعامل عن قوة وإتجاه العلاقة بين المتغيرين (ظاهرتين) فقط، حيث العلاقة إما أن تكون طردية إذا كان هذا المعامل بإشارة موجبة، أو عكسية إذا كان بإشارة سالبة.

الجدول (4-2): معاملات الارتباط بين نسب السيولة والفرص الاستثمارية مع الهيكل المالي

Covariance Analysis: Ordinary									
Date: 05/23/22 Time: 20:38									
Sample: 2015 2020									
Included observations: 53									
Balanced sample (listwise missing value deletion)									
Correlation									
Probability	Y	X8	X7	X6	X5	X4	X3	X2	X1
Y	1.000000								
X8	-0.102604	1.000000							
X7	-0.022084	-0.056281	1.000000						
X6	-0.150526	-0.324682	-0.014972	1.000000					
X5	-0.130515	-0.271976	-0.211819	0.139842	1.000000				

	0.3516	0.0488	0.1279	0.3179	-----				
X4	-0.062614	-0.068290	0.202326	0.434240	-0.271075	1.000000			
	0.6560	0.6271	0.1462	0.0012	0.0496	-----			
X3	-0.102805	-0.017155	0.075729	0.333260	-0.342386	0.358091	1.000000		
	0.4638	0.9030	0.5899	0.0147	0.0121	0.0085	-----		
X2	0.080715	-0.067514	0.249017	0.239917	-0.244197	0.231502	0.272771	1.000000	
	0.5656	0.6310	0.0722	0.0836	0.0780	0.0953	0.0481	-----	
X1	0.092817	0.001081	-0.047098	0.390032	-0.353413	0.398563	0.897350	0.331995	1.000000
	0.5086	0.9939	0.7377	0.0039	0.0094	0.0031	0.0000	0.0152	-----

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.12

نلاحظ من بيانات الجدول (2-4) ما يلي:

- وجود علاقة عشوائية ليس لها دلالة إحصائية بين كل من المتغير "صافي التدفق النقدي/إجمالي الأصول" (X1)، صافي التدفق النقدي التشغيلي/إجمالي الأصول (X2)، "صافي التدفق النقدي التشغيلي/حقوق الملكية" (X3)، "صافي التدفق النقدي/صافي الربح" (X4) والهيكل المالي (Y)
- وجود علاقة عشوائية ليس لها دلالة إحصائية بين كل من المتغير "القيمة السوقية للأصول/القيمة الدفترية للأصول" (X5)، "القيمة السوقية للأصول/القيمة الدفترية للأصول" (X6)، "صافي التدفق النقدي/صافي التدفق النقدي التشغيلي" (X7)، "معدل نمو الأصول الثابتة" (X8) والهيكل المالي (Y).

الفرع الثالث: تقدير نماذج دراسة علاقة نسب السيولة والفرص الاستثمارية مع الهيكل المالي

يستخدم البيانات المتاحة عن الهيكل المالي كمتغير تابع ونسب السيولة ونسب الفرص الاستثمارية كمتغيرات مستقلة ، نهدف إلى تقدير العلاقة الدالية بين المتغيرتين لبحث عن توافقها مع النظرية المالية. بمعنى الهدف هو وصف العلاقة وليس التنبؤ. نستخدم لهذا الغرض نماذج بانل ونميز في هذا المنهج ثلاثة أشكال رئيسية من النماذج هي:

- نموذج الإنحدار التجميعي؛
- نموذج التأثيرات الثابتة؛
- نموذج التأثيرات العشوائية.

أولاً: تقدير العلاقة بين نسب السيولة والهيكل المالي

1. نموذج الإنحدار التجميعي:

نتائج التقدير كانت كالآتي:

الجدول (2-5): النتائج المقدرة لنموذج الإنحدار التجميعي للهيكل المالي بدلالة نسب السيولة

Dependent Variable: Y
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/23/22 Time: 20:40
 Sample: 2015 2020
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 9
 Total panel (unbalanced) observations: 53

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	59.11249	18.96064	3.117642	0.0031
X1	7.802152	2.412572	3.233957	0.0022
X2	0.583205	1.874399	0.311143	0.7570
X3	-5.910798	1.824423	-3.239818	0.0022
X4	-0.213278	0.245777	-0.867772	0.3898
Root MSE	97.25619	R-squared	0.199736	
Mean dependent var	52.19425	Adjusted R-squared	0.133047	
S.D. dependent var	109.7582	S.E. of regression	102.1962	
Akaike info criterion	12.18125	Sum squared resid	501314.6	
Schwarz criterion	12.36713	Log likelihood	-317.8032	
Hannan-Quinn criter.	12.25273	F-statistic	2.995053	
Durbin-Watson stat	2.258974	Prob(F-statistic)	0.027577	

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.12

وتكون المعادلة كالتالي:

$$Y = 59.1124915046 + 7.80215213901 * X1 + 0.58320545363 * X2 - 5.91079819135 * X3 - 0.21327807996 * X4$$

نلاحظ من خلال الجدول (2-5) وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفق النقدي/إجمالي الأصول (X1)، والهيكل المالي، وذلك من خلال ملاحظة القيمة الاحتمالية التي كانت أقل من 0.05 حيث بلغت 0.0022. ووجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفق النقدي التشغيلي/حقوق الملكية (X3) والهيكل المالي وذلك من خلال ملاحظة القيمة الاحتمالية التي كانت أقل من 0.05 حيث بلغت 0.0022.

كما نلاحظ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفق النقدي التشغيلي/إجمالي الأصول (X2) وصافي التدفق النقدي/صافي الربح (X4) على الهيكل المالي، وذلك من خلال ملاحظة القيمة الاحتمالية التي كانت أكبر من 0.05 حيث بلغت 0.7570 و0.3898 على التوالي.

نلاحظ من قيمة R^2 أنه تفسر المتغيرات المستقلة 19.97% من التغيرات الإجمالية للهيكل المالي، وهذا المعامل له معنوية إحصائية بالنظر إلى قيمة فيشر الاحتمالية والتي تساوي 0.027 أقل من 0.05 والتالي النموذج التجميعي له معنوية إحصائية.

2. نموذج التأثيرات الثابتة

نتائج التقدير كانت كالآتي:

الجدول (2-6): النتائج المقدرة لنموذج التأثيرات الثابتة للهيكل المالي بدلالة نسب السيولة

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 05/23/22 Time: 20:41
Sample: 2015 2020
Periods included: 6
Cross-sections included: 9
Total panel (unbalanced) observations: 53

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	32.12254	23.15062	1.387546	0.1730
X1	9.840836	2.468634	3.986348	0.0003
X2	1.870212	1.964132	0.952182	0.3467
X3	-6.161603	1.828587	-3.369598	0.0017
X4	0.162222	0.295242	0.549453	0.5857

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
Root MSE	81.65346	R-squared	0.435911
Mean dependent var	52.19425	Adjusted R-squared	0.266684
S.D. dependent var	109.7582	S.E. of regression	93.99019
Akaike info criterion	12.13341	Sum squared resid	353366.2
Schwarz criterion	12.61669	Log likelihood	-308.5354
Hannan-Quinn criter.	12.31926	F-statistic	2.575896
Durbin-Watson stat	2.958659	Prob(F-statistic)	0.012406

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.12

وتكون المعادلة كالآتي:

$$Y = 32.1225449028 + 9.84083649403 * X1 + 1.87021199288 * X2 - 6.16160297135 * X3 + 0.162221606998 * X4 + [CX=F]$$

نلاحظ من خلال الجدول (2-6) وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفق النقدي/إجمالي الأصول ($X1$)، والهيكل المالي، وذلك من خلال ملاحظة القيمة الإحصائية التي كانت أقل من 0.05 حيث بلغت 0.0003. ووجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفق النقدي التشغيلي/ حقوق الملكية ($X3$) والهيكل المالي وذلك من خلال ملاحظة القيمة الإحصائية التي كانت أقل من 0.05 حيث بلغت 0.0017.

كما نلاحظ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفق النقدي التشغيلي/إجمالي الأصول (x_2) وصافي التدفق النقدي/صافي الربح (x_4) على الهيكل المالي، وذلك من خلال ملاحظة القيمة الإحصائية التي كانت أكبر من 0.05 حيث بلغت 0.3467 و0.5857 على التوالي.

نلاحظ من R^2 أنه تفسر المتغيرات المستقلة 43.59% من التغيرات الإجمالية للمتغير التابع الهيكل المالي، وهذا المعامل له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الإحصائية فيشر 0.012 أقل من 0.05 ومنه لنموذج معنوية إحصائية.

3. نموذج التأثيرات العشوائية

نتائج التقدير كانت كالآتي:

الجدول (2-7): النتائج المقدرة لنموذج التأثيرات العشوائية للهيكل المالي بدلالة نسب السيولة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	54.23033	24.42182	2.220569	0.0311
X1	8.610113	2.337150	3.684023	0.0006
X2	0.773448	1.796953	0.430422	0.6688
X3	-6.163335	1.758544	-3.504794	0.0010
X4	-0.116461	0.246402	-0.472648	0.6386
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			45.57854	0.1904
Idiosyncratic random			93.99019	0.8096
Weighted Statistics				
Root MSE	90.03529	R-squared	0.234565	
Mean dependent var	34.22354	Adjusted R-squared	0.170779	
S.D. dependent var	104.0520	S.E. of regression	94.60849	
Sum squared resid	429636.7	F-statistic	3.677368	
Durbin-Watson stat	2.560608	Prob(F-statistic)	0.010846	
Unweighted Statistics				
R-squared	0.187851	Mean dependent var	52.19425	
Sum squared resid	508759.7	Durbin-Watson stat	2.162379	

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.12

وتكون المعادلة كالآتي:

$$Y = 54.2303254089 + 8.61011308973 * X1 + 0.773448429644 * X2 - 6.1633351589 * X3 - 0.116461314183 * X4 + [CX=R]$$

نلاحظ من خلال الجدول (2-7) وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفق النقدي التشغيلي / إجمالي الأصول (X1)، والهيكل المالي، وذلك من خلال ملاحظة القيمة الإحصائية التي كانت أقل من 0.05 حيث بلغت 0.0006. ووجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفق النقدي التشغيلي / حقوق الملكية (X3) والهيكل المالي وذلك من خلال ملاحظة القيمة الإحصائية التي كانت أقل من 0.05 حيث بلغت 0.0010 .

كما نلاحظ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين صافي التدفق النقدي التشغيلي / إجمالي الأصول وصافي التدفق النقدي / صافي الربح على الهيكل المالي، وذلك من خلال ملاحظة القيمة الإحصائية التي كانت أكبر من 0.05 حيث بلغت 0.6688 و0.6386 على التوالي.

نلاحظ من قيمة R^2 أنه تفسر المتغيرات المستقلة 23.45 % من التغيرات الإجمالية للهيكل المالي، ولهذا المعامل معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الإحصائية فيشر 0.0108 أقل من 0.05 .

ثانياً: المفاضلة بين النماذج الهيكل المالي بدلالة نسب السيولة

للمفاضلة بين النماذج تجري اختبار Lagrange Brunch- Pagan LM وهو أول اختبار نقوم به، ويهدف لمفاضلة بين النماذج الثلاثة (النموذج التجميعي ضد نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية) فإذا كان نموذج LM أقل من 5% فإننا نرفض الفرضية الصفرية (نموذج الإنحدار التجميعي) ونقبل الفرضية البديلة (نموذج التأثيرات العشوائية والثابتة)، وتعطى فرضيات اختبار LM كالتالي:

- الفرضية الصفرية: النموذج التجميعي؛
- الفرضية البديلة: نموذ التأثيرات الثابتة والنموذج العشوائي.

نتائج الاختبار يوضحها الجدول (2-8) أدناه:

الجدول (2-8): نتائج اختبار LM للهيكل المالي بدلالة نسب السيولة

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	0.477271 (0.4897)	0.072583 (0.7876)	0.549854 (0.4584)

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews.12

من خلال نتائج إختبار LM الموضحة في الجدول (2-8) الذي يبين نتائج المفاضلة بإستخدام إختبار LM أن القيمة الإحتمالية بلغت (0.4584) وهي أكبر من 0.05 وعليه فأنا نقبل الفرضية الصفرية ونرفض الفرضية البديلة وعليه فإن النموذج الملائم هو نموذج الإنحدار التجميعي.

ثالثاً: الإختبارات الإحصائية للنموذج الملائم للهيكل المالي بدلالة نسب السيولة

بعد القيام بالتقديرات وتحديد النموذج الملائم، تأتي مرحلة الإختبارات الإحصائية للنموذج المفسر للدراسة، والتي تتم من خلال:

- إختبار جودة التوفيق؛

- إختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة؛

- إختبار المعنوية الكلية.

1. إختبار جودة التوفيق:

نقوم بإختبار جودة توفيق النموذج الملائم من خلال معامل التحديد R^2 والذي يفسر نسبة التغيرات التي تفسرها المتغيرات المستقلة من مجموع التغيرات التي تحصل في المتغير التابع، نتائج معامل التحديد لنموذج الانحدار التجميعي الملائم لدراسة الهيكل المالي بدلالة نسب السيولة كانت كالآتي:

- بلغ معامل التحديد R^2 0.19 ، ويفسر هذا بأن المتغيرات المستقلة تفسر 19% من التغيرات الكلية الحاصلة في المتغير التابع " الهيكل المالي " وهي نسبة تفسير ضعيفة، أما نسبة 81 % المتبقية فهي تفسرها متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج.

2. إختبار المعنوية الإحصائية لمتغيرات الدراسة:

تختبر المعنوية الإحصائية لكل من المعاملات المقدرة من خلال الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 = \beta_0 = 0$$

$$H_1 = \beta_1 \neq 0$$

- للثابت c معنوية إحصائية حيث بلغت قيمة الاحتمال 0.0031 وهي قيمة أقل من 0.05 وعليه فإننا نقبل الفرضية الصفرية ونرفض الفرضية البديلة.

- لمعامل المتغير المستقل "صافي التدفق النقدي/اجمالي الأصول" معنوية إحصائية كذلك وبإشارة موجبة، حيث بلغت قيمة الاحتمال 0.0022 وهي أقل من 0.05 وعليه فإننا نرفض الفرضية الصفرية، أي أن كل ما زادت نسبة صافي التدفق النقدي/اجمالي الأصول بوحدة واحدة يزداد الهيكل المالي بـ 7.8 %.

- لمعامل المتغير المستقل "صافي التدفق النقدي التشغيلي/حقوق الملكية" معنوية دالة احصائيا كذلك وبإشارة سالبة، حيث بلغت قيمة الاحتمال 0.0022 وهي أقل من 0.05 وعليه فإننا نرفض الفرضية الصفرية، أي أن كل ما زادت نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي/حقوق الملكية بوحدة واحدة ينخفض الهيكل المالي بـ 5.9 %.

- لمعامل المتغير المستقل "صافي التدفق النقدي" و"صافي التدفق النقدي/صافي الربح" معنوية غير دالة إحصائياً، حيث بلغت قيمة الاحتمال للمتغيرتين على التوالي: 0.7570 و0.3898 وهي قيمة أكبر من 0.05 وعليه فإننا نقبل الفرضية الصفرية.

3. إختبار المعنوية الكلية

نختبر المعنوية الكلية للنموذج الملائم من خلال الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$$

$$H_1 = au\ mois (\beta_j \neq 0)$$

يتم إختبار المعنوية الكلية من خلال مقارنة القيمة المحتسبة Prob F-stat بالقيمة 0.05 فإذا كانت القيمة الإحتمالية أقل من 0.05 فإننا نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة، أي أن النموذج المقدر له دلالة إحصائية وأنه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنوياً عن الصفر. من خلال النتائج المقدره نلاحظ أن:

- تحقق المعنوية الكلية للنموذج المقدر بالنظر إلى دلالة إحصائية فيشر المحسوبة حيث بلغت القيمة الإحتمالية 0.027577 وهي أقل من 0.05 وعليه فإننا نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة أي أن توجد على الأقل معلمة تختلف معنوياً عن الصفر.

رابعا: تقدير العلاقة بين نسب الفرص الاستثمارية والهيكل المالي

1. نموذج الإنحدار التجميعي:

نتائج التقدير كانت كالتالي

الجدول (2-9): النتائج المقدره لنموذج الانحدار التجميعي للهيكل المالي بدلالة نسب الفرص الاستثمارية

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 05/23/22 Time: 20:47
Sample: 2015 2020
Periods included: 6
Cross-sections included: 9
Total panel (unbalanced) observations: 53

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	102.9269	31.68391	3.248554	0.0021
X5	-0.904411	0.752208	-1.202343	0.2351
X6	-0.565560	0.419454	-1.348324	0.1839
X7	-35.45856	67.38495	-0.526209	0.6012
X8	-5.950153	4.122902	-1.443195	0.1555
Root MSE	104.4311	R-squared		0.077305
Mean dependent var	52.19425	Adjusted R-squared		0.000414
S.D. dependent var	109.7582	S.E. of regression		109.7355
Akaike info criterion	12.32361	Sum squared resid		578009.8

Schwarz criterion	12.50949	Log likelihood	-321.5757
Hannan-Quinn criter.	12.39509	F-statistic	1.005385
Durbin-Watson stat	2.510060	Prob(F-statistic)	0.414046

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.12

نلاحظ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب الفرص الاستثمارية (القيمة السوقية للأصول/القيمة الدفترية للأصول (X5)، القيمة السوقية لحقوق الملكية/ القيمة الدفترية لحقوق الملكية (X6)، صافي التدفق النقدي/صافي التدفق النقدي التشغيلي (X7)، معدل نمو الأصول الثابتة (X8)) والهيكل المالي وذلك من خلال ملاحظة القيمة الاحتمالية التي كانت أكبر من 0.05 حيث بلغت على 0.2351، 0.1839، 0.6012 و 0.1555 على التوالي.

نلاحظ من قيمة R^2 أنه تفسر المتغيرات المستقلة 7.73 % من التغيرات الإجمالية للهيكل المالي وهذا المعامل ليس له معنوية إحصائية بالنظر إلى القيمة الاحتمالية فيشر تساوي 0.41 أكبر من 0.05 وبالتالي النموذج ليس له معنوية إحصائية.

2. نموذج التأثيرات الثابتة

نتائج التقدير كانت كالاتي:

الجدول (2-10): النتائج المقدرة لنموذج التأثيرات الثابتة للهيكل المالي بدلالة نسب الفرص الاستثمارية

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/23/22 Time: 20:48				
Sample: 2015 2020				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 9				
Total panel (unbalanced) observations: 53				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	62.97182	44.11203	1.427543	0.1612
X5	-1.186205	1.499973	-0.790818	0.4337
X6	0.088666	0.714180	0.124150	0.9018
X7	59.48706	91.45278	0.650468	0.5191
X8	-4.170697	16.07668	-0.259425	0.7966
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Root MSE	96.67610	R-squared	0.209254	
Mean dependent var	52.19425	Adjusted R-squared	-0.027970	
S.D. dependent var	109.7582	S.E. of regression	111.2825	
Akaike info criterion	12.47118	Sum squared resid	495352.2	
Schwarz criterion	12.95445	Log likelihood	-317.4862	
Hannan-Quinn criter.	12.65702	F-statistic	0.882096	
Durbin-Watson stat	2.818428	Prob(F-statistic)	0.571177	

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.12

نلاحظ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب الفرص الاستثمارية (القيمة السوقية للأصول/القيمة الدفترية للأصول (X5)، القيمة السوقية لحقوق الملكية/ القيمة الدفترية لحقوق الملكية (X6)، صافي التدفق النقدي/صافي التدفق النقدي التشغيلي (X7)، معدل نمو الأصول الثابتة (X8)) والهيكل المالي وذلك من خلال ملاحظة القيمة الإحصائية التي كانت أكبر من 0.05 حيث بلغت على 0.4337، 0.9018، 0.5191 و 0.796 على التوالي.

نلاحظ من قيمة R^2 أنه تفسر المتغيرات المستقلة 20.92% من التغيرات الإجمالية للهيكل المالي وهذا المعامل ليس له معنوية بالنظر للقيمة الإحصائية فيشر 0.57 أكبر من 0.05 .

3. نموذج التأثيرات العشوائية

نتائج التقدير كانت كالآتي:

الجدول (2- 11): النتائج المقدرة لنموذج التأثيرات العشوائية للهيكل المالي بدلالة نسب الفرص الاستثمارية

Dependent Variable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 05/23/22 Time: 20:49
Sample: 2015 2020
Periods included: 6
Cross-sections included: 9
Total panel (unbalanced) observations: 53
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	102.9269	32.13060	3.203392	0.0024
X5	-0.904411	0.762813	-1.185627	0.2416
X6	-0.565560	0.425368	-1.329579	0.1899
X7	-35.45856	68.33497	-0.518893	0.6062
X8	-5.950153	4.181028	-1.423131	0.1612

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.000000	0.0000
Idiosyncratic random		111.2825	1.0000

Weighted Statistics			
Root MSE	104.4311	R-squared	0.077305
Mean dependent var	52.19425	Adjusted R-squared	0.000414
S.D. dependent var	109.7582	S.E. of regression	109.7355
Sum squared resid	578009.8	F-statistic	1.005385
Durbin-Watson stat	2.510060	Prob(F-statistic)	0.414046

Unweighted Statistics			
R-squared	0.077305	Mean dependent var	52.19425
Sum squared resid	578009.8	Durbin-Watson stat	2.510060

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.12

نلاحظ عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسب الفرص الاستثمارية (القيمة السوقية للأصول/القيمة الدفترية للأصول (x5)، القيمة السوقية لحقوق الملكية/ القيمة الدفترية لحقوق الملكية (x6)، صافي التدفق النقدي/صافي التدفق النقدي التشغيلي (x7)، معدل نمو الأصول الثابتة (x8)) والهيكل المالي وذلك من خلال ملاحظة القيمة الإحصائية التي كانت أكبر من 0.05 حيث بلغت على 0.2416، 0.1899، 0.6062 و 0.1612 على التوالي.

نلاحظ من قيمة R^2 أنه تفسر المتغيرات المستقلة 7.73% من التغيرات الإجمالية للهيكل المالي وهذا المعامل ليس له معنوية بالنظر للقيمة الإحصائية فيشر والتي تساوي 0.41 أكبر من 0.05.

ثانيا: المفاضلة بين النماذج الهيكل المالي بدلالة نسب الفرص الاستثمارية

للمفاضلة بين النماذج تجري اختبار Lagrange Brunch- Pagan LM وهو أول اختبار نقوم به ويهدف لمفاضلة بين النماذج الثلاثة (النموذج التجميعي ضد نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية) فإذا كان نموذج LM أقل من 5% فإننا نرفض الفرضية الصفرية (نموذج الانحدار التجميعي) ونقبل الفرضية البديلة (نموذج التأثيرات العشوائية والثابتة)، وتعطى فرضيات اختبار LM كالتالي:

- الفرضية الصفرية: النموذج التجميعي؛
- الفرضية البديلة: نموذ التأثيرات الثابتة والنموذج العشوائي.

نتائج الاختبار يوضحها الجدول (2- 11) ادناه:

الجدول (2- 12): نتائج اختبار LM للهيكل المالي بدلالة نسب الفرص الاستثمارية

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	1.162840 (0.2809)	0.052429 (0.8189)	1.215269 (0.2703)

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews.12

من خلال نتائج اختبار LM الموضحة في الجدول (2- 12) الذي يبين نتائج المفاضلة باستخدام اختبار LM أن القيمة الاحتمالية بلغت (0.2703) وهي أكبر من 0.05 وعليه فأنا نقبل الفرضية الصفرية ونرفض الفرضية البديلة وعليه فإن النموذج الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي.

ثالثا: الاختبارات الإحصائية للنموذج الملائم للهيكل المالي بدلالة نسب الفرص الاستثمارية

بعد القيام بالتقديرات وتحديد النموذج الملائم، تأتي مرحلة الاختبارات الإحصائية للنموذج المفسر للدراسة، والتي تتم من خلال:

- إختبار جودة التوفيق؛
- إختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة؛
- إختبار المعنوية الكلية.

1. إختبار جودة التوفيق:

نقوم بإختبار جودة توفيق النموذج الملائم من خلال معامل التحديد R^2 ، والذي يفسر نسبة التغيرات التي تفسرها المتغيرات المستقلة من مجموع التغيرات التي تحصل في المتغير التابع، نتائج معامل التحديد لنموذج الانحدار التجميعي الملائم لدراسة الهيكل المالي بدلالة نسب الفرص الاستثمارية كانت كالآتي:

بلغ معامل التحديد $R^2 = 0.07$ ، ويفسر هذا بأن المتغيرات المستقلة تفسر 7% من التغيرات الكلية الحاصلة في المتغير التابع "الهيكل المالي" وهي نسبة تفسير ضعيفة، أما نسبة 93% المتبقية فهي تفسرها متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج.

2. إختبار المعنوية الإحصائية لمتغيرات الدراسة:

تختبر المعنوية الإحصائية لكل من المعاملات المقدرة من خلال الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 = \beta_0 = 0$$

$$H_1 = \beta_1 \neq 0$$

- للثابت C معنوية إحصائية حيث بلغت قيمة الإحتمال 0.0021 وهي قيمة أقل من 0.05 وعليه فإننا نقبل الفرضية الصفرية ونرفض الفرضية البديلة.

- لمعامل المتغير المستقل " القيمة السوقية للأصول/القيمة الدفترية للأصول ". " القيمة السوقية لحقوق الملكية/ القيمة الدفترية لحقوق الملكية "، " صافي التدفق النقدي/صافي التدفق النقدي التشغيلي " و " معدل نمو الأصول الثابتة " معنوية غير دالة إحصائياً، حيث بلغت قيمة الاحتمال للمتغيرات على التوالي: 0.2351، 0.1839، 0.6012 و 0.1555 وهي قيم احتمالية أكبر من 0.05 وعليه فإننا نقبل الفرضية الصفرية.

3. إختبار المعنوية الكلية

نختبر المعنوية الكلية للنموذج الملائم من خلال الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 = \beta_0 = \beta_1 = 0$$

$$H_1 = au\ mois (\beta_j \neq 0)$$

يتم اختبار المعنوية الكلية من خلال مقارنة القيمة المحسوبة Prob F-stat بالقيمة 0.05 فإذا كانت القيمة الاحتمالية أقل من 0.05 فإننا نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة، أي ان النموذج المقدر له دلالة إحصائية وأنه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنوياً عن الصفر. من خلال النتائج المقدرة نلاحظ أن:

- عدم تحقق المعنوية الكلية للنموذج المقدر بالنظر إلى دلالة إحصاءه فيشر المحسوبة حيث بلغت القيمة الاحتمالية 0.414046 وهي أكبر من 0.05 وعليه فإننا نقبل الفرضية الصفرية ونرفض الفرضية البديلة أي أن كل معالم النموذج لا تختلف معنويًا عن الصفر.

المطلب الثاني: مناقشة النتائج واختبار الفرضيات

بعد تحليل النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة سنقوم في هذا الجزء بمناقشتها واختبار فرضيات الدراسة

الفرضية الأولى: تؤثر نسب السيولة على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت خلال الفترة (2015-2020)، والتي اندرجت تحتها الفرضيات التالية:

الفرضية الجزئية (1-1): تؤثر نسبة صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول على الهيكل المالي، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الاحتمالية Sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.0022، وهذا بالنسبة لنسب السيولة، وبالتالي فإننا نلاحظ أنها أقل من 0.05 مما يؤدي إلى إثبات صحة الفرضية.

الفرضية الجزئية (1-2): تؤثر نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول على الهيكل المالي، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الاحتمالية Sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.7570، وهذا بالنسبة لنسب السيولة، وبالتالي فإننا نلاحظ أنها أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى نفي صحة الفرضية.

الفرضية الجزئية (1-3): تؤثر نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى حقوق الملكية على الهيكل المالي، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الاحتمالية Sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.0022، وهذا بالنسبة لنسب السيولة، وبالتالي فإننا نلاحظ أنها أقل من 0.05 مما يؤدي إلى إثبات صحة الفرضية.

الفرضية الجزئية (1-4): تؤثر نسبة صافي التدفق النقدي إلى صافي الربح على الهيكل المالي، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الاحتمالية Sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.3898، وهذا بالنسبة لنسب السيولة، وبالتالي فإننا نلاحظ أنها أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى نفي صحة الفرضية.

من خلال نتائج الفرضيات الجزئية (1-1)، (1-2)، (1-3) و(1-4) والتي تم نفي بعضها وإثبات أخرى، فقد تم إثبات صحة الفرضية الأولى بالنسبة لأثر نسب السيولة على الهيكل المالي، وبالتالي يوجد على الأقل متغير واحد يختلف عن الصفر أي أنه يؤثر على الهيكل المالي ومنه نقبل أنه يوجد تأثير لنسب السيولة على الهيكل المالي.

الفرضية الثانية: تؤثر نسب الفرص الاستثمارية على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2015-2020)، والتي إندرجت تحتها الفرضيات التالية:

الفرضية 1-2: تؤثر نسبة القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية للأصول على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة الكويت للأوراق المالية، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الاحتمالية Sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.2351، وهذا بالنسبة لنسب الفرص الاستثمارية، وبالتالي فإننا نلاحظ أنها أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى نفي صحة الفرضية.

الفرضية 2-2: تؤثر نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية على الهيكل المالي، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الإحتمالية Sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.1839، وهذا بالنسبة لنسب الفرص الاستثمارية، وبالتالي فإننا نلاحظ أنها أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى نفي صحة الفرضية.

الفرضية 3-2: تؤثر نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى صافي الأصول الثابتة على الهيكل المالي، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الإحتمالية Sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.6012، وهذا بالنسبة لنسب الفرص الاستثمارية، وبالتالي فإننا نلاحظ أنها أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى نفي صحة الفرضية.

الفرضية 4-2: تؤثر نسبة معدل نمو الأصول على الهيكل المالي، ومن خلال النتائج المتحصل عليها فإننا وجدنا أن القيمة الاحتمالية Sig لهذا المتغير كانت تساوي 0.1555، وهذا بالنسبة لنسب الفرص الاستثمارية، وبالتالي فإننا نلاحظ أنها أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى نفي صحة الفرضية.

من خلال نتائج الفرضيات الجزئية (2-1)، (2-2)، (2-3) و(2-4) والتي تم نفي كلياً، وهذا بالنسبة لأثر الفرص الاستثمارية على الهيكل المالي، أي أنه لا يوجد تأثير لنسب الفرص الاستثمارية على الهيكل المالي ببورصة الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2015-2020).

الفرع الأول: تفسير وتحليل نتائج الدراسة

لقد قمنا من خلال دراستنا باختيار مجموعة من المتغيرات واختبار أثرها على الهيكل المالي ببورصة الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2015-2020)، وذلك باعتبار أن هذه المتغيرات تعتبر ذات دلالة، وبالنظر إلى الدراسات السابقة والتي رأينا اختلافاً في نتائجها فمنها من يقبل متغير على أنه يؤثر على الهيكل المالي، والآخر ينفي وجود هذا التأثير، وبعد إجراء الاختبارات كانت النتائج أيضاً مطابقة لبعض الدراسات ومتنافية مع أخرى ويرجع الاختلاف إلى اختلاف فترة الدراسة والأسواق المالية للدراسات، ويمكن تفسير هذا الاختلاف عائد إلى اختلاف عينة وفترة الدراسة. ولذلك نجد أن نموذج التجميعي لمتغير السيولة هو الأمثل ويبدل على وجود تأثير لنسب السيولة من خلال نسبة (صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول، صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي حقوق الملكية) على الهيكل المالي، وكانت هذه النتائج مطابقة لدراسة (حمزة الزبيدي، حسين سلامة، 2014)، (ستو صفاء، 2015)، (دلفوف سليمان، 2017)، (Hamdi Barjamdi، 2013)، (Hossien K T، 2017) والتي أثبتت وجود تأثير لمتغير السيولة المقاسة بالتدفقات النقدية على الهيكل المالي.

أما بالنسبة لمتغير الفرص الاستثمارية فتم إثبات عدم وجود تأثير لنسب الفرص الاستثمارية على الهيكل المالي، وكانت النتائج مطابقة في دراسة (شراي باية كنزة، 2013)، (علي أبو بكر نور الدين، حسين علي السريني، 2015)، (Manuel Fernandez، 2013)، (Aiyoub Ahmadimousaab، 2013)، (Mohammad، Alipourhamma، 2015) والتي نفت وجود تأثير المتغير الفرص الاستثمارية على الهيكل المالي.

ومن خلال ما توصلنا إليه من نتائج واختبار صحة الفرضيات الدراسة، يمكن صياغة نتائج النهائية كالآتي:

أولاً: تحليل نتائج دراسة العلاقة بين نسب السيولة والهيكل المالي

كشفت نتائج اختبار العلاقة بين نسب السيولة والهيكل المالي ممثلة بـ: وجود تأثير بين المتغيرات المستقلة (صافي التدفق النقدي/إجمالي الأصول، صافي التدفق النقدي التشغيلي /حقوق الملكية) والهيكل المالي، كما كشفت نتائج إلى عدم وجود تأثير بين باقي نسب السيولة والمتمثلة في (صافي التدفق النقدي التشغيلي/إجمالي الأصول، صافي التدفق النقدي/صافي الربح) على الهيكل المالي.

1- تأثير نسبة صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول ونسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى حقوق الملكية على الهيكل المالي:

كشفت الدراسة عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين (نسبة صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول) والهيكل المالي، بحيث كل زيادة في نسبة صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الأصول تؤدي إلى الزيادة في نسبة الهيكل المالي والعكس صحيح، و يمكن القول أن هناك تأثير إيجابيا نسبة صافي التدفق النقدي على إجمالي الأصول وعند درجة حرية 5% وهذا يفسر قدرة الأصول على توليد التدفق النقدي عالية، و منه يفسر أن التغير في نسبة صافي التدفق النقدي للشركات الصناعية ينعكس أثره على الهيكل المالي لتلك المؤسسات و ذلك لأن بعض المؤسسات تحقق صافي تدفق نقدي موجب ، و بالتالي فإن التغيرات النقدية تؤثر على الهيكل المالي كما يظهر في بيانات الدراسة.

وكشفت هذه الدراسة أيضا عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين (نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى حقوق الملكية) والهيكل المالي، بحيث كل زيادة في نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى حقوق الملكية تؤدي إلى انخفاض في نسبة الهيكل المالي والعكس صحيح، ويمكن القول أن هناك تأثير سلبي بين نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى حقوق الملكية عند درجة حرية 5% ومنه يفسر هذا كفاءة المؤسسة في إدارة أموال المساهمين في توليد تدفقات نقدية موجبة عالية، وبالتالي فإن التغيرات النقدية تؤثر على الهيكل المالي.

2- عدم تأثير نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول ونسبة صافي التدفق النقدي إلى صافي الربح على الهيكل المالي:

كشفت نتائج أنه لا يوجد تأثير لنسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي إلى إجمالي الأصول ونسبة صافي التدفق النقدي إلى صافي الربح على الهيكل المالي، وعليه هذه النسب لا تؤثر في هذه الدراسة على الهيكل المالي لعدم وجود دلالة إحصائية بينهم.

ثانياً: تحليل نتائج دراسة العلاقة بين نسب الفرص الاستثمارية والهيكل المالي

كشفت نتائج اختبار العلاقة بين نسب الفرص الاستثمارية والهيكل المالي على أنه لا يوجد تأثير للمتغيرات المستقلة (نسبة القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية للأصول، نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، نسبة صافي التدفق النقدي إلى صافي التدفق النقدي التشغيلي ومعدل نمو الأصول) على الهيكل المالي لعدم وجود دلالة إحصائية بين المتغيرات، وعليه هذه النسب لا تفسر التغيرات التي تحدث في الهيكل المالي.

خلاصة الفصل:

لقد خصصنا هذا الفصل للجانب التطبيقي لدراستنا، فقد قدمنا فيه مختلف الخطوات المتبعة بداية من عرض إجراءات الدراسة إنتقالا إلى أدواتها وصولا إلى قاعدة البيانات، حيث تعرفنا على متغيرات الدراسة وقمنا بعرض السلاسل الزمنية المقطعية، والنماذج المكونة لها، وكذلك طرق إختبارات المفاضلة بين نماذج ثم تقدير معلمات النموذج.

ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها فيما يلي:

- وجود تأثير للمتغيرين (نسبة صافي التدفق النقدي على إجمالي الأصول، نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي على إجمالي حقوق الملكية) على الهيكل المالي.
- عدم وجود تأثير لكل من المتغيرات المستقلة الخاصة بالفرص الاستثمارية على الهيكل المالي.

خاتمة

حاولنا من خلال تطرقنا لموضوع مدى تأثير نسب السيولة و نسب الفرص الإستثمارية على الهيكل المالي للمؤسسات المسعرة ببورصة الكويت، حيث تمتل إشكالية دراستنا في : ما مدى تأثير نسب السيولة والفرص الإستثمارية على الهيكل المالي للمؤسسات المسعرة ببورصة الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2015-2020) ؟

لذا تم معالجة إشكالتنا من خلال فصلين، فصل أول نظري، وفصل ثاني تطبيقي، و إنطلاقا من الفرضيات المعتمدة، ولمعالجتها تم الإعتماد على 8 متغيرات مستقلة وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

أولا: نتائج و إختبار الفرضيات

1- الجانب النظري

من خلال ما تم استعراضه في الجانب النظري تم التعرف على مفاهيم حول السيولة والفرص الأستثمارية وأهميتها في المؤسسات المسعرة في البورصة، وأهم مؤشرات قياس السيولة المبنية على الأساس النقدي، وأهم مؤشرات قياس الفرص الاستثمارية، وكذا أهم المفاهيم التي تخص الهيكل المالي.

2- الجانب التطبيقي

في الجانب التطبيقي من دراستنا تم إختبار القدرة التفسيرية لمؤشرات السيولة النقدية والفرص الإستثمارية للمؤسسات المسعرة ببورصة الكويت خلال الفترة (2015 - 2020) و بإستخدام نماذج بانل، توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتي مكنتنا من الإجابة على الفرضيات الدراسية.

الفرضية الأولى:

تؤثر نسب السيولة على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة الكويت خلال الفترة(2015/2020)، وقد تم إثبات صحة الفرضية الأولى بشكل جزئي بالنسبة للمتغير التابع الهيكل المالي، ومن خلال نتائج الفرضيات الجزئية والتي تم إثبات الفرضية الجزئية 1 والفرضية الجزئية 3 وتم نفي الفرضيتين الجزئيتين 2 و4، وبالتالي يوجد على أقل متغير واحد يختلف عن الصفر أي أنه نسب السيولة المقاسة بالمؤشرات النقدية لها تأثير على الهيكل المالي للمؤسسات المسعرة ببورصة الكويت خلال الفترة (2015/2020).

الفرضية الثانية:

تؤثر نسب الفرص الإستثمارية على الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة ببورصة الكويت خلال الفترة (2015/2020)، وقد تم نفي الفرضية الثانية بالنسبة للمتغير التابع الهيكل المالي، بشكل كلي، وبالتالي لا يوجد متغير واحد يختلف عن الصفر أي أن نسب الفرص الإستثمارية ليس لها تأثير على الهيكل المالي للمؤسسات المسعرة ببورصة الكويت خلال (2015/2020).

ثانيا: الإقتراحات

بناء على نتائج الدراسة تم التوصيل إلى التوصيات التالية:

- ✓ ينبغي إهتمام الشركات الصناعية بقوائم التدفقات النقدية وإعطائها أهمية أثناء إتخاذ القرار الاستثماري.
- ✓ الإفصاح عن القوائم المالية ومن ضمنها قائمة التدفقات النقدية في الآجال .
- ✓ ضرورة إهتمام الشركات بالمؤشرات المتعلقة بالهيكل المالي، لما لها أهمية في الكشف عن مواضع الخلل في الأداء المالي وتحقيق هيكل مالي أمثل.
- ✓ العمل على تحديد المزيج المناسب من مصادر الديون وحقوق الملكية حيث أن إختيار المزيج الأمثل يؤدي بدوره نحو تخفيض تكلفة رأس المال وتحقيق هيكل مالي أمثل ويفسح المجال أيضا للمزيد ن الفرص الاستثمارية المتاحة.

ثالثا: آفاق الدراسة

إن البحث في مجال الهيكل المالي، والعوامل المؤثرة فيه كالسيولة والفرص الاستثمارية لا يزال واسعا ويمكن الخوض في مواضيع كثيرة يكمن أن تزيح الغموض في هذا المجال ونذكر منها :

- ✓ التوسع في حجم العينة محل الدراسة وكذا فترة الدراسة.
- ✓ إجراء الدراسة بمقاييس أخرى للفرص الاستثمارية.
- ✓ إستخدام نماذج أخرى لقياس أثر السيولة والفرص الاستثمارية على الهيكل المالي.
- ✓ إجراء الدراسة بإستخدام محددات أخرى للهيكل المالي.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر و المراجع

1. المراجع باللغة العربية:

1. أسماء كسيس، دور قائمة التدفقات النقدية في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة، مذكرة ماستر في العلوم التجارية، جامعة جيجل، الجزائر، 2014
2. إسماعيل بن قانة، الإحصاء الوصفي والحيوي-دروس وتطبيقات، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011
3. تلاي حليمة، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدمائية، مذكرة ماستر مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2017-2018
4. حمزة الزبيدي، حسين سلامة، إختيار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، مجلد28، عدد1، السعودية، 2014
5. دعاء خلفي خنفر، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة ببورصة فلسطين، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، فلسطين، 2017
6. دلفوف سليمان، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، المجلد 14، العدد19، 2018
7. راضية قريوع، محددات لإختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الإقتصادية، مذكرة ماستر في التأمينات وتسيير المخاطر، جامعة العربي بن مهيدين أم الوافي، الجزائر، 2017
8. ستو صفاء، تأثير نسب السيولة والمديونية على القيمة السوقية، مذكرة الماستر مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015-2016
9. السنفي عبد الله عبد الله، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النشر صنعاء، جامعة العلوم و التكنولوجيا، اليمن، 2013
10. شرابي باية كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة، مذكرة ماستر، مالية مؤسسة، جامعة الجزائر، 2013
11. طارق محمد هيثم عواد، أثر الفرص الإستثمارية على هيكل رأس المال، مذكرة ماجستير في العلوم المالية و المصرفية، كلية الإقتصاد و العلوم الإدارية، قسم العلوم المالية و المصرفية، جامعة اليرموك المملكة الأردنية الهاشمية، الأردن، 2012
12. عبد الرحيم محمد عبد الرحيم، السيولة النقدية و دورها في رفع كفاءة المصارف التجارية، مذكرة ماجستير في الإقتصاد، السودان، 2018
13. عبد الناصر شحدة السيد أحمد، الأهمية النسبية للنسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقديم السيولة وجود الأرباح، مذكرة ماجستير في المحاسبة، الأردن، 2008
14. علي ابو بكر نور الدين، حسين علي السريني، محددات إختيار الهيكل المالي للشركات، مجلة جامعة سبا، مجلد14، العدد2، اليمن، 2015
15. غديري يمينة، دور أدوات السياسة النقدية في تحقيق السيولة اللازمة لدى البنوك التجارية، مذكرة ماستر في إقتصاد نقدي و بنكي، كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2019

16. غراب زينب، الهيكل المالي و تأثيره على قيمة المؤسسة المسعرة، مذكرة ماستر في مالية المؤسسة، الجزائر، 2011
17. قلبي محمد، مطبوعة بيداغوجية في السياسات المالية للمؤسسة، تخصص مالية و محاسبة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2018
18. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، الجزائر، 2016
19. معاذ محمد شعبان علوان، إستخدام نسب السيولة و مقاييس التدفقات النقدية للتنبؤ بالربحية، مذكرة ماجستير في المحاسبة و التمويل، فلسطين، 2015
20. معاوية كريم العاني، فاطمة اليافعي، العوامل المحددة للاستثمار في الاصول الثابتة، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة و التمويل، سلطنة عمان، 2014
21. ميشيل سعيد سويدان، ديماء وليد حنا الرضي، طارق محمد هيثم عواد، أثر الفرص الإستثمارية على هيكل رأس المال، المجلة العربية للإدارة، جامعة اليرموك المملكة الأردنية الهاشمية، مجلد 35، العدد 1، الأردن، 2015
22. وليد زهير أبو شعبان، مدى تأثير السيولة و الفرص الإستثمارية على الهيكل المالي، مذكرة ماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2017

2. المراجع باللغة الأجنبية:

23. Aiyoub ahmadimousaabad, **capital structure decisions and determinants**, international research journal of applied and basic sciences, university teknologi Malaysia ,vol.5-7,891-896, iran,2013
24. Hamid birjandi, **the study effect of liquidity on capital structure decisions in the tehran security exchange**, world open journal of finance and accounting, , department of accounting, tabriz branch,islamic azad university, vol 1, n 1,iran 2013
25. Hossien karbasi , majdi mohammadian, **effect of profitability indices on the capital structure of listed companies in Tehran stock exchange**, mathematical finance and applications, IA university of arak,iran,2017
26. manuel Fernandez, **determinants of capital structure** , Arabian journal of business and management review skyline university college,vol.2,no.11 onam, 2013

27. Mohammad aliour, **determinants of capital structure, international journal of law and management** , department of accounting and management , Islamic azad university, khalkhal, vol.57, ss1, iran, 2015
28. Ramzi e. ntarazi, **determinants of capital structure, department of accounting and finance**, university of Palestine, Palestine, 2013
29. Vahid taghizad khanqah, linda ahmadnia, **the impact of capital structure on liquidity and investment growth opportunity in Tehran stock exchange**, journal of basic and applied scientific, department of accounting, tabriz branch, islamic azad university, issn 2090-4304, iran, 2013
30. Yaqoob ahmad, gohar zaman, **determinants of capital structure: a case for the Pakistani textile composite sector** , impression management, abasyn journal of social sciences, vol.6, no.1

الملاحق

الملحق رقم 1: متغيرات دراسة أثر السيولة و الفرص الإستثمارية على الهيكل المالي

السنوات	السيولة				الفرص الاستثمارية				هيكل مالي
	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	
									شركة اسيكول للصناعات Y
2015	0,59	0,53	1,99	0,22	20,6	72,38	0,04	0,19	70,15
2016	1,37	-0,045	4,69	0,58	16,28	59,21	0,002	0,03	70,8
2017	1,2	6,35	4,26	0,65	11,03	42,49	0,26	0,19	71,67
2018	0,9	3,59	2,71	0,77	5,98	21,1	0,11	0,34	66,89
2019	2,53	5,32	8,93	0,34	4,69	20,1	0,44	1,04	71,66
2020	1,75	2,93	7,49	0,23	7,25	31,35	0,08	0,1	0,765
									شركة الأسمنت الكويت
2015	5,43	8,96	8,56	0,82	-5,76	10,66	0,38	0,93	36,55
2016	4,31	5,8	6,78	0,66	5,67	10,49	0,73	0,07	3,63
2017	3,73	8	5,78	0,66	4,78	8,95	1,11	0,79	35,42
2018	3,11	5,58	48,71	1,18	0,97	4,22	0,71	0,69	36,02
2019	3,01	4,92	4,55	2,37	0,3	1,97	0,06	1,06	33,75
2020	5,44	4,41	6,27	-0,83	5,7	10,62	0,46	0,12	36,91
									شركة خليج للكابلات و الصناعات الكهربائية
2015	7,71	10,93	2,57	0,09	18,2	27,39	0,01	0,061	33,2
2016	1,18	6,09	1,6	3,07	38,9	52,68	0,1	0,051	25,79
2017	1,38	0,15	1,73	0,29	45,02	57,87	0,02	0,032	20,47
2018	2,02	5,91	2,34	0,04	46,38	54,97	0,1	0,032	13,8

2019	12,58	5,25	13,97	58	2,05	23,97	0,09	0,037	100
2020	12,93	-7,24	14,08	4,71	26,95	30,42	-0,12	1,08	8,12
									شركة رأس الخيمة لصناعة إسمنت الأبيض و المواد الإنشائية
2015	0,05	2,06	0,06	0,37	0,09	0,01	0,23	10,9	25,76
2016	33,37	5,83	48,05	0,96	0,67	0,47	0,08	11,79	3,055
2017	2,11	6,62	3,2	0,76	0,97	0,041	0,07	17,65	30,34
2018	1,85	3,39	2,52	1,46	0,98	0,01	0,41	14,23	26,68
2019	7,22	5,55	9,48	3,68	0,007	0,02	0,06	9,28	23,87
2020	4,46	4,66	0,57	3,39	0,98	0,01	0,06	11,44	21,85
									شركة مجموعة الصناعات الوطنية القابضة
2015	3,06	-1,17	7,76	-0,69	19,54	43,6	-0,01	0,047	60,52
2016	1,7	2,65	4,3	-26,59	19,34	-48,75	0,03	0,031	60,32
2017	1,89	1,57	4,72	2,192	19,05	47,64	0,02	0,065	60,0001
2018	1,51	6,68	0,38	4,71	1,94	39,17	0,088	0,069	58,73
2019	1,89	2,97	4,63	0,43	37,22	91,08	0,3	0,06	53,12
2020	2,9	5,73	7,43	-1,45	43,94	11,26	0,51	0,01	60,98
									شركة الصناعات الهندسية الثقيلة و بناء السفن
2015	1,93	8,25	6,56	0,56	33,06	11,59	0,27	0,06	70,61
2016	2,61	1,26	8,41	0,61	41,87	13,79	0,37	0,07	68,92

2017	2,49	4,46	8	0,66	5,9	12,07	0,12	0,09	68,89
2018	2,64	12,92	8,54	0,49	52,34	17,23	0,38	0,1	6,9
2019	2,77	1,95	8,43	0,46	58,34	18,01	0,05	0,11	67,06
2020	2,24	4,54	6,38	0,46	47,67	13,86	0,12	0,66	64,98
									شركة الصناعات الوطنية
2015	3,33	5,85	3,97	0,47	67,67	81,96	0,09	0,03	16,1
2016	3,64	4,58	4,54	0,71	67,55	85,38	0,07	0,03	19,7
2017	6,46	8,5	0,81	0,24	27,35	35,76	0,13	0,01	20,72
2018	5,14	4,19	6,47	0,15	34,43	44,63	0,06	0,08	20,61
2019	7,25	7,14	9,34	0,2	27,53	48,31	0,12	0,01	22,31
2020	0,5	3,43	0,67	0,81	46,78	71,26	0,05	0,17	25,33
									شركة صناعات الإسمنت الفجيرة
2015	1,45	4,51	20,1	0,55	-1,91	5,04	0,06	0,06	42,23
2016	0,09	8,76	1,45	0,26	0,66	5,44	0,11	0,12	3,79
2017	0,77	3,19	1,35	0,36	-1,12	3,68	0,04	0,66	39,68
2018	22,8	13,61	3,93	3,01	-6,52	1,3	0,19	0,01	817,89
2019	0,85	0,55	1,63	1,92	-3,3	8,29	0,08	0,9	47,915
2020	0,07	9,12	0,01	0,009	0,91	1,45	1,2	0,02	
									شركة إسمنت بورتلاند الكويت
2015	25,49	11,81	30,95	418,5	-4,8	70,44	0,41	0,91	17,63
2016	84,81	-0,66	104,74	86,36	-9,72	121,28	-0,02	0,16	19,02

2017	14,27	15,33	19,89	148,15	-9,09	134,25	0,68	0,1	22,23
2018	12,38	9,79	16,51	109,97	-1,02	150,62	0,38	0,17	27,26
2019	42,56	55,88	52,72	51,85	-8,1	101,66	0,23	0,18	19,27
2020	21,38	13,81	25,59	14,27	-13,98	17,92	0,38	0,02	16,43