جامعة قاصدي مرباح، ورقلة – الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
في ميدان : العلوم الاقتصادية وتجارية علوم التسيير
فرع علوم مالية ومحاسبية، تخصص مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة : صليحة غربي

بعنوان :

دراسة أثر الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم

"دراسة حالة سوق باريس للفترة (2011- 2014)"

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :2016/05/26
أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ/ عبد الباقي بضياف	(أستاذ مساعد "ب"، جامعة ورقلة) رئيسا
د/ محمد زرقون	(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا
د/ لمياء عماني	(أستاذة محاضرة "أ"، جامعة ورقلة) مناقشة

السنة الجامعية 2016/2015

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة – الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
في ميدان : العلوم الاقتصادية وتجارية علوم التسيير
فرع علوم مالية ومحاسبية، تخصص مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة : صليحة غربي

بعنوان :

دراسة أثر الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم

"دراسة حالة سوق باريس للفترة (2011- 2014)"

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :2016/05/26
أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ/ عبد الباقي بضياف	(أستاذ مساعد "ب"، جامعة ورقلة) رئيسا
د/ محمد زرقون	(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا
د/ لمياء عماني	(أستاذة محاضرة "أ"، جامعة ورقلة) مناقشة

السنة الجامعية 2016/2015

* الإهداء *

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى...

أبي الذي لم يبخل علي يوما بشيء

إلى...

أمي التي زودتني بالحنان والمحبة

أقول لهم : أنتم وهبتموني الحياة والأمل والنشأة على شغف الاطلاع والمعرفة.

إلى...

أملي في الحياة أختي آمال وجميع أفراد أسرتي.

إلى...

من أضاءت بعملها عقل غيرها أو هدت بالجواب الصحيح حيرة سائليها، فأظهرت بسماحتها تواضع العلماء وبرحابتها سماحة العارفين "صليحة".

إلى...

كل زملاء الدفعة.

إلى...

كل من علمني حرفا أصبح سنا برقه يضيء الطريق أمامي.

* الشكر *

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد أشرف المرسلين وسيد الخلق أجمعين وعلى آله وصبه أجمعين وعلى الصحابة الأكرمين ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين.

أشكر الله عز وجل الذي وفقني في إنجاز هذا العمل ولا يسعني إلا أن أشكر الأستاذ المشرف الدكتور **محمد زرقون** على قبوله الإشراف على هذا العمل وعلى نصائحه وتوجيهاته القيمة حفظه الله ورعاه، كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى كل من الأساتذة : إسماعيل بن قانة، بولرباح غريب، أحمد سلامي، رشيد مناصرية والأستاذة عبلة مخرمش حفظهم الله ورعاهم.

كما لا يفوتني أن أشكر أعضاء لجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من ملاحظات وتوجيهات على هذا العمل المتواضع حفظهم الله ورعاهم.

والشكر الخاص لمن ساعدني في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد وبالأخص صديقتي صليحة حجاج حفظها الله ورعاها.

فإن كان هذا العمل صوابا فمن الله وإن كان خطأ فمن نفسي والشيطان.

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم، لعينة مكونة من 31 شركة مدرجة في مؤشر CAC40 للفترة (2011- 2014)، وذلك باستخدام مجموعة من الأدوات منها مصفوفة الارتباط لبيرسون لمعرفة العلاقة بين المتغيرات، نماذج الانحدار غير الخطي البسيط، اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية واختبار BDS لمعرفة مدى كفاءة سوق باريس عند المستوى الضعيف، وذلك بالاعتماد على البرامج الإحصائية EVIEWS9.0 وSPSS23.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة ونسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة وبين القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، وعدم وجود علاقة بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة وبين القيمة السوقية للأسهم، كما توصلت هذه الدراسة أيضا إلى عدم كفاءة سوق باريس عند المستوى الضعيف.

الكلمات المفتاحية : هيكل مالي، الاستدانة، مصادر التمويل، قيمة السوقية لسهم وكفاءة السوق المالي.

Abstract :

The present study aimed at measuring the leveraged policy impact on the stock market value, The sample study comprise 31 a company involved in CAC40 indicator during (2011-2014), Many tools are used mainly the correlation matrix of 'Pirson' to find out the relationship among variables, simple nonlinear regression modals, tests of temporal series stationary and BDS test to find out the extent of Paris market efficiency on the low level by basing on the two statistical programs SPSS23 and EVIEWS9.0.

The study concluded that there is a statistical reciprocal relationship between the ratio of total debt to private funds And between the stock market value of the CAC40 involved Companies, Meanwhile, there is no relationship between the proportion of short- term debt to private funds And between the market value of stocks, The study also concluded that Paris market is not efficient on the low level.

Keywords : financial structure, leveraged, fund sources, market value of stock and

the financial market efficiency.

قائمة المحتويات

قائمة المحتويات	الصفحة
الإهداء	**III**
الشكر	**IV**
ملخص	**V**
قائمة المحتويات	**VI**
قائمة الجداول	**VII**
قائمة الأشكال البيانية	**VIII**
قائمة الاختصارات والرموز	**IX**
قائمة الملاحق	**X**
المقدمة	أ
الفصل الأول : الجانب النظري للاستدانة وقيمة الأسهم	**1**
المبحث الأول : الطرح النظري للاستدانة وقيمة الأسهم	**3**
المبحث الثاني : الدراسات السابقة	**12**
الفصل الثاني : الجانب التطبيقي لدراسة أثر الاستدانة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40	**20**
المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة	**22**
المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة	**27**
الخاتمة	**51**
المصادر والمراجع	**54**
الملاحق	**58**
الفهرس	**69**

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الجدول (1.1)	تقييم الدراسات العربية	**16**
الجدول (2.1)	تقييم الدراسات الأجنبية	**17**
الجدول (1.2)	الشركات عينة الدراسة	**24**
الجدول (2.2)	تحليل نسب الاستدانة والقيمة السوقية للأسهم	**27**
الجدول (3.2)	تحليل نتائج الارتباط بين نسب الاستدانة والقيمة السوقية للأسهم	**28**
الجدول (4.2)	المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين MVS وTDPF	**30**
الجدول (5.2)	نتائج اختبار بروش قود فراي	**31**
الجدول (6.2)	نتائج اختبار تجانس التباين	**31**
الجدول (7.2)	تأثير نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية للأسهم	**33**
الجدول (8.2)	المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين MVS وLTDPF	**36**
الجدول (9.2)	نتائج اختبار بروش قود فراي	**37**
الجدول (10.2)	نتائج اختبار تجانس التباين	**37**
الجدول (11.2)	تأثير نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية للأسهم	**39**
الجدول (12.2)	المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين MVS وSTDPF	**42**
الجدول (13.2)	دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة مؤشر CAC40 الفترة (2011- 2014)	**44**
الجدول (14.2)	نتائج اختبار ADF	**45**
الجدول (15.2)	نتائج اختبارPP	**45**
الجدول (16.2)	نتائج اختبار KPSS	**46**
الجدول (17.2)	نتائج اختبار PP لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى	**47**
الجدول (18.2)	نتائج اختبار BDS	**48**

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل (1.1)	سير عملية قرض الإيجار المالي	**09**
الشكل (1.2)	التمثيل النقطي للمتغير التابع MVS بدلالة المتغير المستقل TDPF	**30**
الشكل (2.2)	التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)	**32**
الشكل (3.2)	مناطق قبول ورفض اختبار (DW)	**35**
الشكل (4.2)	التمثيل النقطي للمتغير التابع MVS بدلالة المتغير المستقل LTDPF	**36**
الشكل (5.2)	التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)	**38**
الشكل (6.2)	مناطق قبول ورفض اختبار (DW)	**41**
الشكل (7.2)	التمثيل النقطي للمتغير التابع MVS بدلالة المتغير المستقل STDPF	**42**
الشكل (8.2)	تطور مؤشر CAC40 خلال الفترة (شهرية) (2011- 2014)	**43**
الشكل (9.2)	التمثيل البياني لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر CAC40 للفترة (2011- 2014)	**46**

قائمة الاختصارات والرموز

الرقم	الاختصار	المصطلح بالغة الأجنبية	المصطلح بالغة العربية
1	MVS	Market value of share	القيمة السوقية لسهم
2	PF	Private funds	الأموال الخاصة
3	TD	Total debt	إجمالي الديون
4	LTD	Long-term debt	الديون طويلة الأجل
5	STD	Short-term debt	الديون قصيرة الأجل
6	PSEI CAC40	Paris stock exchange index	مؤشر بورصة باريس
7	CA	Capitalization Alborsah	الرسملة البورصية
8	ADF	Augmented Dickey–Fuller Test	اختبار ديكي فولر المطور
9	PP	Phillips–Perron Test	اختبار فليب بيرون
10	KPSS	KPSS Test	اختبار KPSS
11	LM	Lagrange multiplier	مضاعف لاغرانج
12	BDS	BDS Test	اختبار BDS

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
الملحق (1)	الشركات عينة الدراسة المدرجة في مؤشر CAC40	**59**
الملحق (2)	حساب متغيرات العينة المدروسة	**60**
الملحق (3)	اختبارات نماذج MVS بدلالة TDPF	**61**
الملحق (4)	اختبارات نماذج MVS بدلالة LTDPF	**62**
الملحق (5)	اختبارات نماذج MVS بدلالة STDPF	**63**
الملحق (6)	نتائج اختبارات الاستقرارية	**64**
الملحق (7)	جدول توزيع (Durbin – Watson)	**67**
الملحق (8)	جدول توزيع كاي دوا	**68**

المقدمة

أ. توطئة :

تواجه الشركة العديد من القرارات التي من شأنها أن تحدد قيمتها ومن أبرز هذه القرارات القرار التمويلي، ففي ظل المنافسة بين الشركات يكون البقاء للشركة التي تتميز بالفعالية الاقتصادية وهذا لمواكبة نمو الأسواق، لذلك تسعى الشركة إلى استغلال مختلف مصادرها التمويلية من أجل تلبية احتياجاتها وذلك في إطار تحقيق الأهداف المرجوة من الأطراف الفاعلين في الشركة وتتمثل أبرزها في تعظيم قيمة الشركة من خلال تعظيم القيمة السوقية للأسهم، تحقيق هذا الهدف يكون من خلال إيجاد أسواق مالية تتمتع بقدر معين من الكفاءة، لذلك فإن الشركة تسعى إلى الحصول على مصادر تمويل تحقق لها أفضل عائد وبأقل خطر، وهذا من خلال بناء هيكل مالي أمثل يمكنها من تحقيق أعلى قيمة.

فاختلاف مصادر التمويل وتنوعها (الأموال الخاصة والاستدانة) يضع الشركة بين مجموعة من المزايا والمخاطر، وقد تكون الاستدانة لها ميزة أساسية كانخفاض التكلفة ولكن التوسع في استعمالها قد ينعكس سلبا على قيمة الشركة.

لذلك سنأحاول من خلال هذه الدراسة إبراز أثر الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم وتعظيمها.

ب. طرح الإشكالية :

ففي ظل ما سبق ذكره تتجلى معالم الإشكالية الرئيسية لهذا البحث، على النحو التالي :

"ما مدى تأثير الاستدانة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق باريس للفترة (2011 - 2014) ؟"

ولكي نتمكن من الإلمام بكل جوانب الموضوع ارتأينا تجزئة الإشكالية الرئيسية إلى الأسئلة الفرعية التالية :

1- هل تؤثر نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 ؟

2- هل تؤثر نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 ؟

3- هل تؤثر نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 ؟

4- هل يعتبر سوق باريس كفء عند المستوى الضعيف ؟

ت. فرضيات البحث :

للإجابة على التساؤلات الفرعية تم وضع الفرضيات التالية :

1- يوجد تأثير لنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40؛

2- يوجد تأثير لنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40؛

3- يوجد تأثير لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40؛

4- يعتبر سوق باريس كفء عند المستوى الضعيف.

ث. مبررات اختيار الموضوع :

تتمثل أهم هذه المبررات في مجموعة من الاعتبارات نوجزها فيما يلي :

1- الرغبة في التوسع في مجال التخصص من خلال الجوانب المحيطة بالموضوع؛

2- تعتبر مصادر التمويل مسألة مهمة وحساسة للمؤسسة وتوفرها بشكل مقبول يعظم من قيمتها؛

3- محاولة إسقاط هذا الموضوع على الأسواق المالية من خلال استخدام بعض الأساليب الإحصائية التي تم التطرق إليها في مجال التخصص.

ج. أهداف الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد المصدر اللازم لتعظيم قيمة الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 أي اختبار العلاقة بين سياسة الاستدانة والقيمة السوقية للأسهم، ويمكن تلخيص أهداف الدراسة إلى ما يلي :

- دراسة تأثير نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40؛
- دراسة تأثير نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40؛
- دراسة تأثير نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40؛
- اختبار كفاءة سوق باريس عند المستوى الضعيف.

ح. أهمية الدراسة :

تكمن أهمية الدراسة في إبراز الطرق الكفيلة للمسير المالي في الاستغلال الجيد للموارد المتاحة للشركة، وهذا نظرا لصعوبة توفرها بالشكل المطلوب في ظل المنافسة الحادة بين الشركات، لذلك يسعى أصحاب المصالح إلى الاستثمار في الشركات الأكثر نجاحا، لهذا تأتي أهمية هذه الدراسة للكشف عن مدى توفر الديون بالشكل المطلوب لقيام الشركات بعمليات تمكنها من تحقيق الاستمرارية ومنه الوصول إلى تعظيم قيمة الشركة وبالتالي تعظيم ثروة الملاك.

خ. حدود الدراسة :

اقتصرت حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من (2011 – 2014) وهي فترة كافية لاختبار الفرضيات والإجابة على الإشكالية الرئيسية، أما الحدود المكانية فتمثلت في 31 شركة مدرجة في المؤشر الرئيسي لبورصة باريس CAC40.

د. منهج البحث والأدوات المستخدمة :

من أجل دراسة هذا الموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري من خلال الإلمام بكل المفاهيم الخاصة بالاستدانة وقيمة الشركة وكذا الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع، أما بالنسبة للجانب التطبيقي فقد اعتمدنا على منهج دراسة الحالة من أجل قياس أثر الديون على قيمة الشركة، أما الأدوات المستخدمة فقد تم الاعتماد على البرامج الإحصائية التالية EVIEWS9.0، SPSS23 وExcel.

ذ. صعوبات البحث :

واجهت عملية إنجاز هذه الدراسة صعوبات تتمثل فيما يلي :

- صعوبة الحصول على الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع خاصة الأجنبية؛
- صعوبة تبويب المعلومات وملأ البيانات.

ر. هيكل البحث :

بهدف إنجاز هذه الدراسة والتوصل إلى النتائج المطلوبة قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين مسبوقين بمقدمة وتنتهي بخاتمة التي تناولت النتائج وتوصيات لأبحاث أخرى وتمثلت هذه الفصول فيما يلي :

الفصل الأول : قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين حيث سنتطرق في المبحث الأول إلى المفاهيم النظرية الخاصة بقيمة الأسهم والاستدانة، أما بالنسبة للبحث الثاني فسنتطرق إلى أهم الأعمال والبحوث التي لها علاقة بموضوع الدراسة من خلال عرضها ومناقشتها وما يميزها عن الدراسة الحالية.

الفصل الثاني : خصص هذا الفصل للجانب التطبيقي لهذه الدراسة وهذا من خلال معرفة تأثير الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم واختبار فرضياتها باستخدام الانحدار غير الخطي البسيط، وذلك بالاستعانة بالبرامج الإحصائية المذكورة سابقا.

الفصل الأول : الجانب النظري للاستدانة وقيمة الأسهم

تمهيد

تعتبر مهمة توفير الأموال من المهام الصعبة للمؤسسة لقيامها بأي نشاط، خاصة في ظل ندرة هذه الأموال وتفاوت درجة تكلفتها وكذلك تفاوت درجة المخاطرة المصحوبة بكل مصدر من مصادر التمويل، لذلك يجب على المؤسسة اختيار مصدر التمويل المناسب الذي يعظم قيمتها ويضمن استمرارها بأقل تكلفة.

ومن هنا يمكننا القول أن الاستدانة هي المصدر المناسب للمؤسسة وهذا لوجود الوفرات الضريبية، إلا أن زيادة الاعتماد عليها دون أن يكون هناك كفاءة في استخدامها يعرض ملاك المؤسسة للمخاطر مما يدفعهم إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه، الأمر الذي يزيد من تكلفة الاقتراض وتزداد معها مخاطر التمويل.

ومن هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كما يلي :

- المبحث الأول : تم التطرق إلى المفاهيم الخاصة بالقيمة السوقية، الهيكل المالي والاستدانة
- المبحث الثاني : التطرق إلى الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع

المبحث الأول : الطرح النظري للاستدانة والقيمة الأسهم

من خلال هذا المبحث نحاول الإلمام بأهم المفاهيم المتعلقة بقيمة المؤسسة بالإضافة إلى الهيكل المالي والاستدانة.

المطلب الأول : المفاهيم النظرية حول قيمة الأسهم

قبل التطرق إلى مفهوم القيمة لابد أن نشير إلى معنى السهم الذي يعرف بأنه الوثيقة التي تمثل حصة المساهم في رأس مال الشركة أو أنه حصة في رأس مال شركة الأموال.

الفرع الأول : ماهية القيمة أو السعر

تعد القيمة الركيزة الأساسية لنشاط المؤسسة لذلك تهدف النظرية المالية الحديثة إلى تعظيمها ولتعرف أكثر على مفهوم القيمة تم طرح التعاريف التالية :

- لقد قام الفقهاء التقليديون بوضع أول تعريف لسعر في البورصة بأنه "السعر الناتج للورقة المالية والمعلن أثناء انعقاد جلسة البورصة، وتم تسجيله في الجدول بعد الجلسة"[1].
- قيمة الورقة المالية في البورصة، والذي يتغير تبعا لتغير ظروف السوق، أي حسب العرض و الطلب على الورقة المالية[2]. كما يمكننا القول أن قيمة المؤسسة ناتجة عن الثروة الداخلية المتراكمة[3].
- يمكننا الاعتماد على تعريف القيمة السوقية العادلة "كونها ذلك المبلغ المعبر عنه نقدا أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب، ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه"[4].

الفرع الثاني : العوامل المؤثرة على قيمة الأسهم

هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على سعر أو قيمة الورقة المالية، نذكر منها[5]:

- القيمة الدفترية للسهم، وتربطهما علاقة طردية؛
- الأرباح المحققة، حيث ينصح بشراء الأسهم المتوقع ارتفاع أسعارها؛

---

[1] لطرش سميرة، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم**، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010، ص. ص 179- 180.

[2] نفسه.

[3] دادن عبد الغاني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد الرابع، 2006، ص 43.

[4] عصام دادة موسى، **اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم**، رسالة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014، ص 3.

[5] محمد مكاوي، **دراسة أثر تقلبات أسعار الصرف على قيمة الأسهم**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013، ص 13.

- التوقعات بخصوص مستقبل المؤسسة والشائعات في الأسواق المالية؛
- الأوضاع الاقتصادية للبلد؛
- سعر الفائدة، فبارتفاعه تزداد تكاليف خدمة الديون على حساب الأرباح الموزعة.

ونشير إلى بعض الآليات المستخدمة في التأثير على أسعار أسهم الشركات سواء باتجاه رفع أسعارها أو تخفيضها كإعادة شراء الأسهم، سياسة توزيع الأسهم المجانية واشتقاق الأسهم أو تقسيمها.

المطلب الثاني : المفاهيم النظرية حول الهيكل المالي والاستدانة

تعتبر الديون مصدر من مصادر التمويل وجزء من الهيكل المالي الذي يسمح بتدنية تكلفة رأس المال ويعظم قيمة المؤسسة.

الفرع الأول : الهيكل المالي ومحدداته

من خلال هذا الجزء سيتم الإلمام بالمفاهيم الخاصة بالهيكل المالي وكذا العوامل المحددة له.

أولا : مفهوم الهيكل المالي

يوجد العديد من المفاهيم للهيكل المالي نذكر منها :

- يقصد الهيكل المالي تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم[6].
- يتمثل الهيكل المالي في إجمالي الخصوم أي أنه يشمل كل أنواع وأشكال التمويل من أموال الملكية أو أموال الاقتراض ومن مصادر قصيرة الأجل أومن مصادر طويلة الأجل[7].
- يقصد بالهيكل المالي كيفية قيام المؤسسة بتمويل مختلف أصولها من موارد خارجية وداخلية[8]. وبالتالي فإن الهيكل المالي الأمثل هو الذي يحقق أقصى قيمة سوقية للأسهم[9].
- يترجم الهيكل المالي للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصوها[10].
- وفي الأخير نستنتج أن الهيكل المالي للمؤسسة يتكون من مصدرين إما أموال خاصة أو ديون.

---

[6] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية،جمهورية مصر العربية، 2003، ص 545.

[7] محمد صالح الحناوي وآخرون، **الادارة المالية : مدخل اتخاذ القرارات**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2004، ص 329.

[8] مفيدة بحياوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، **مجلة العلوم الإنسانية**، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، العدد الثالث، أكتوبر 2002، ص 90.

[9] مليكة زغيب، سفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، **أبحاث اقتصادية وإدارية**، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، العدد 12، ديسمبر 2012، ص 295.

[10] دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي : الإسهامات النظرية الأساسية، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد الرابع، 2006، ص 107.

ثانيا : العوامل المحددة للهيكل المالي

1- معدل نمو المبيعات :

يعتبر معدل نمو المبيعات في المستقبل مقياسا لمدى التضاعف المحتمل في الإيرادات لسهم الناتج عن الرفع، لذلك يلاحظ أن أسعار بيع الأسهم العادية تكون عادة مرتفعة في حالة المؤسسة التي تتمتع بمعدل مرتفع لنمو المبيعات والإيرادات، ولهذا يبدو التمويل بالأسهم العادية مفضلا في مثل هذه الحالة، والواقع أنه يقع على عاتق هذه المؤسسة في هذه الحالة الموازنة بين المكاسب الناتجة عن استخدام الرفع المالي وبين المزايا التي تعود عليها من زيادة حجم الملكية.

2- هيكل الأصول :

يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة، فالمؤسسات التي تتميز بأن أصولها تعيش لفترة طويلة تستخدم القروض طويلة الأجل، أما إذا كانت المؤسسات تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون فإنها تعتمد على القروض قصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة.

3- اتجاهات رجال الإدارة :

إن اتجاهات رجال الإدارة لها تأثير مباشر على اختيار وسائل التمويل ويكون ذلك بأحد الأمرين[11] :

أ. الحفاظ على ملكية المؤسسة : إذا كان الملاك لا يرغبون في إدخال مساهمين جدد مثلا يجبرون الإدارة إلى اللجوء إلى مصادر أخرى كالاقتراض حتما يكون له تأثير على الهيكل المالي.

ب. مخطر الإفلاس : في بعض الأحيان يخشى الملاك بلوغ المؤسسة مرحلة معينة من الاستدانة قد يعرضها للإفلاس في أي لحظة عجز عن سداد التزاماتها لذلك يطلبون من الإدارة تحديد هيكل مالي مناسب[12].

4- حجم المؤسسة :

أشارت العديد من الدراسات أن حجم المؤسسة له تأثير على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي، وقد قدمت هذه الدراسات عدة أسباب لوجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة والاستدانة، أولها أن احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات ذات الحجم الكبير، كما أن المؤسسات الكبيرة تملك إمكانية أكثر في اللجوء إلى الأسواق المالية وتستطيع الاقتراض بشروط ميسرة.

[11] عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2004، ص. ص 151- 153.

[12] علي بن الضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص 77.

5- مردودية المؤسسة :

كشفت نتائج Marsh عن وجود علاقة عكسية بين مردودية المؤسسة ونسبة الاقتراض، أي أن زيادة مردودية المؤسسة عادة ما يرتبط به زيادة المخاطر التشغيلية وهو ما يجعل المؤسسة تتجنب الاعتماد على القروض، ونفس الأمر بالنسبة لنتائج نظرية الالتقاط التدريجي التي تؤكد صحة هذه العلاقة من خلال أن المؤسسات التي تكون مردوديتها كبيرة هي التي تعتمد بشكل أكبر على التمويل الذاتي.

6- طبيعة القطاع :

تشير العديد من الدراسات إلى احتمال تأثير نوعية القطاع على نسبة الاقتراض بالهيكل المالي، حيث كشفت دراسة Shwartz & Aronson عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للتباين في الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع، بينما كشفت في نفس الوقت عن تباين في الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي لقطاعات مختلفة[13].

الفرع الثاني : الاستدانة

تعد الديون مصدر من مصادر التمويل في المؤسسة والاعتماد عليها بشكل مفرط يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس.

أولا : اللجوء إلى الاستدانة وحدودها

1- اللجوء إلى الاستدانة :

يعتبر التمويل الذاتي في العادة مصدر تمويل غير كافي لتلبية جميع الاحتياجات التمويلية للمؤسسة وعليه عادة ما تبقى عاجزة عجزا جزئيا أو كليا عن تمويل مختلف احتياجاتها بنفسها وهو الأمر الذي يجعلها تلجأ للاستدانة قصد تغطية ذلك العجز، تتعدد تصنيفات الاستدانة باختلاف المصادر وطبيعة القروض وآجال الاستحقاق[14].

تعد الاستدانة مصدرا تمويليا تعتمد عليه المؤسسة، نظرا لما توفره من أشكال بحسب طبيعة قروض وآجال استحقاقها لذلك تعرف الاستدانة بأنها الديون المالية التي تجمع كل من الديون قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل المقدمة من طرف المؤسسات المقرضة[15].

2- حدود الاستدانة : بالرغم من تعدد المزايا التي تحققها الاستدانة، إلا أن هناك قيود تفرض على المؤسسة للتقليل من حجم الاستدانة وأهم هذه القيود ما يلي[16]:

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

---

[13] الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي : الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار وائل لنشر، عمان، الأردن، 2006، ص. ص 408- 413.

[14] زغود تبر، **محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص 25.

[15] Florence Delahaye, Jaqueline Delahaye, **Finance d'entreprise manuel et applications,** $2^{éme}$ édition, Paris, 2009, p 122.

[16] Pierre Conso, Farouk Hemici, **Gestion financière de l'entreprise,** $9^{éme}$édition, Paris, 1999, p. p 587-589.

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

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

ثانيا : التمويل عن طريق الاستدانة

1- التمويل عن طريق الاستدانة طويلة الأجل

تنقسم الاستدانة طويلة الأجل إلى ثلاث أنواع وهي :

أ. القروض طويلة ومتوسطة الأجل :

يعرف القرض على أنه عقد بين المقترض والمقرض يقدم بموجبه المقرض مبلغ من المال ويلتزم المقترض بإعادة المبالغ المقترض في مواعيد محددة[17]، وتحصل المؤسسة على هذه القروض من البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة من خلال التفاوض المباشر معها[18]، ويكون التسديد حسب الاتفاق إما عن طريق دفعة واحدة عند تاريخ الاستحقاق أو عن طريق دفعات، عادة ما تكون هذه الأخيرة في نهاية المدة وتعرف بدفعات السداد[19].

حيث تفوق فترة استحقاق القروض طويلة الأجل سبع سنوات، في حين تفوق مدة استحقاق القروض متوسطة الأجل السنة ولا تتعدى سبع سنوات، والهدف من اللجوء إلى هذه القروض هو تأمين التمويل اللازم للمؤسسة[20].

ويتضمن عقد القرض جملة من الشروط تفرض على المؤسسات المستفيدة وهي :

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحقة عليه وتاريخ استحقاقه؛
- أوجه الاستخدام التي سيخصص لها لمراقبته من خلال فحص مخططات الإنتاج؛
- إمكانية طلب ضمانات لقاء منح القرض وذلك حسب متانة المركز المالي؛
- شروط تحد من حرية المؤسسة في توزيع الأرباح، الاستثمار وزيادة الاستدانة للحفاظ على وضع مالي سليم.

[17] Pierre cabane, **l'essentiel de la finance à l'usage des managers**, 1èmeédition, Paris, 2004, p 182.

[18] مفلح محمد عقل، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 119.

[19] علي بن الضب، **مرجع سبق ذكره**، ص 68.

[20] ذهبية بن عبد الرحمان، دراسة **تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص. ص 12- 13.

وقد يتضمن شروط لحماية المقرضين كعدم السماح للمقترض باقتراض مبالغ جديدة إلا بموافقة مسبقة من المقرضين[21].

ب. السندات :

يمثل السند مستند مديونية صادر عن المؤسسة لأجل الحصول على مصدر تمويل طويل الأجل، حيث يعطي الحق لحامله في الحصول على عوائد دورية وقيمة اسمية في تاريخ الاستحقاق[22]، فهو ورقة قابلة للتداول في السوق المالي يمكن تصفيتها في أي وقت قبل تاريخ استحقاقها[23]، وتمتد فترة استحقاق السندات عادة من 20 إلى 30 سنة[24].

ت. قرض الإيجار :

يعتبر القرض الإيجار تقنية تمويلية بديلة بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية التي عادة ما تلجأ إلى الاقتراض البنكي السندي أو أموال الملكية من أجل تمويل عمليات الحيازة على الاستثمارات التي تحتاج إليها في نشاطها[25].

كما يعرف قرض الإيجار على أنه "عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة في مواعيد متفق عليها لمالك الأصل، لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة"[26]. يترتب عن عقد قرض الإيجار التزام مالي يتمثل في دفع المؤجر للمستأجر دفعات مالية بشكل منتظم طيلة الفترة التعاقدية تتمثل في إيجار الأصل موضوع التعاقد[27].

كذلك يعرف على أنه عقد إيجار مع خيار الشراء لأصل منقول أو عقار بسعر محدد مسبقا[28].

يتشابه التمويل بالإيجار والتمويل بالاقتراض من حيث أن دفعات الإيجار هي عبارة عن التزامات تعاقدية ثابتة، لذا يؤدي الإيجار من الناحية العلمية إلى ارتفاع مديونية الأصل المستأجر وزيادة المخاطر المالية[29]، كما يرتبط أي خيار بالنسبة للمؤسسة في نهاية مدة الإيجار بشكل وثيق بالقيمة السوقية العادلة المتوقعة للأصل[30]. ينقسم قرض الإيجار إلى نوعين وهما :

– الإيجار التشغيلي :

يشمل هذا النوع من العقود عادة الأصول المنقولة منها معدات النقل والآلات[31].

---

[21] نفسه.

[22] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، الطبعة الثانية، منشاة المعارف، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2005، ص 59.

[23] عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2002، ص 394.

[24] محمد صالح الحناوي وآخرون، **مرجع سبق ذكره**، ص 351.

[25] شعبان محمد، **نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2010، ص 26.

[26] دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 410.

[27] عاشور كتوش وعبد الغني حريري، التمويل بالائتمان الاجاري، الإكتتاب في عقوده وتقييمه مع دراسة حالة الجزائر، **سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية**، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، يومي 21- 22 نوفمبر 2006، ص 06.

[28] Alain Burlaud & Autres, **Finance manuel,** 1èmeédition, Paris, 2007,P 178.

[29] بوريبعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2012، ص 53.

[30] عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، **أساسيات في الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 178.

[31] شعبان محمد، **مرجع سبق ذكره**، ص 28.

كما يتميز عقد الإيجار التشغيلي بقابلية الإلغاء ومدته تكون أقل من العمر الاقتصادي للأصل[32]، إذ يحق للمستأجر فسخ العقد ورد الأصل إلى صاحبه قبل انقضاء المدة المتفق عليها، إذ تمنح هذه الخاصية ميزة جيدة بالنسبة للمستأجر، حيث تمنحه المرونة في التغيير ومواكبة التكنولوجيات الحديثة والاحتياجات الاستثمارية الآنية[33]، كذلك من مميزاته أن المؤسسة لا تتحمل مصاريف صيانة الأصل[34].

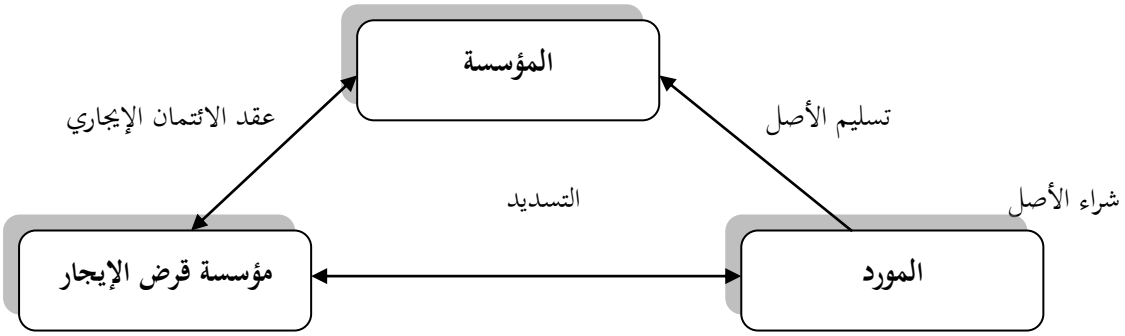
– الإيجار المالي :

يعتبر الإيجار المالي أحد أشكال التمويل متوسط الأجل وبالتالي فإنه يستخدم كأسلوب بديل لأساليب التمويل الأخرى المتاحة للمشروع[35].

لذلك فهو يختلف عن سابقه في ثلاثة جوانب[36]:

- يستمر لمدة طويلة تمتد حتى نهاية العمر الاقتصادي للأصل؛
- تتحمل المؤسسة مصاريف الصيانة وتدفع تكاليف التأمين والضرائب إذا كان الأصل عقارا؛
- لا يمكن إلغائه.

الشكل رقم (1.1) سير عملية قرض الإيجار المالي



المصدر : علي بن الضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص 71.

[32] عاطف وليم اندراوس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2008، ص 389.

[33] سمير محمد عبد العزيز، **اقتصاديات الاستثمار، التمويل والتحليل المالي**، الطبعة الأولى، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 1997، ص 144.

[34] عاطف وليم أندراوس، **مرجع سبق ذكره**، نفس الصفحة.

[35] محمد صالح الحناوي وآخرون، **مرجع سبق ذكره**، ص 337.

[36] مفلح محمد عقل، **مرجع سبق ذكره**، ص 129.

2- التمويل عن طريق الاستدانة قصيرة الأجل

تنقسم الاستدانة القصيرة إلى نوعين وهما :

أ. الائتمان التجاري :

هو عقد بين المؤسسة والمورد يقوم من خلاه المورد بتأجير أصل معين حسب طلب المؤسسة[37]. كما يمكن تعريف الائتمان التجاري بأنه "تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المشتري من المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها، وأحيانا يحصل عليها بدون تكلفة إذا ما تم منح الائتمان بدون شروط الدفع"[38]

وعليه يمكن تقسيم الائتمان التجاري إلى نوعين وهما[39]:

– الحساب الجاري (الائتمان التجاري المجاني) :

هو من أسهل أشكال الائتمان التجاري كونه يتميز بالبساطة وعدم تعقيد الإجراءات الخاصة بمنحه، من خلال استعمال الهاتف والفاكس، إذ يتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل وكونه يتمتع بملاءة مالية جيدة وسمعة في السوق وقدرة على التسديد.

– أوراق الدفع أو الكمبيالات (الائتمان التجاري المكلف) :

هي وثيقة مالية يتعهد بموجبها محررها القيام بتسديد مبلغ البضاعة الموردة إليه في تاريخ محدد، وتعتبر هذه الوثيقة دليل قانوني على مديونية العميل للمورد لا يمكن إنكارها، إذ يتم استخدام الكمبيالات أو السند الأذني لإثبات عملية البيع على الحساب.

ب. الائتمان المصرفي :

وهي وثيقة تحدد شروط : مدة القرض، المبلغ، سعر الفائدة وجداول السداد، وغالبا ما يواجه المقترض الذي يستخدم الائتمان المصرفي عدة مشكلات تتعلق باختيار البنك المناسب[40].

وفي أغلب الأحيان تلجأ المؤسسة إلى عملية الائتمان قصير الأجل من المؤسسات المالية ويمكن تقسيم الائتمان المصرفي إلى ما يلي[41]:

---

[37] سمية لزغم، **أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، رسالة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012، ص 52.

[38] دريد كامل آل شبيب، **مرجع سبق ذكره**، ص 221.

[39] بوربيعة غنية، **مرجع سبق ذكره**، ص 31.

[40] علي عباس، **الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 263.

[41] شعبان محمد، **مرجع سبق ذكره**، ص 25.

– تسهيلات الصندوق :

يمنح هذا القرض للحد من صعوبات السيولة المؤقتة التي تواجهها المؤسسة، وعادة ما تنجم هذه الصعوبات عن الفارق الزمني الموجود بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، تهدف تسهيلات الصندوق على أن تبقي رصيد المؤسسة دائن لحين اقرب فرصة تتم فيها عملية التحصيل لصالح المؤسسة فيتم اقتطاع مبلغ القرض، ولا تتجاوز في الأحوال العادية مدة هذا القرض بضعة أيام من الشهر، وتحسب مصاريف هذا القرض على أساس الاستعمال الفعلي لمبلغ القرض.

– المكشوف :

تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع عندما تكون في حالة توسع ولا يرغب المساهمون في تقديم مساهمات جديدة، هنا يتدخل البنك بوضع مبلغ تحت تصرف المؤسسة وذلك بدفعه على شكل تسبيق في حساب المدين، هنا لا يقوم البنك بهذا الإجراء إلا عندما يضمن الشركاء التسديد في حالة إفلاس الشركة، وتكون فترته أطول من تسهيلات الصندوق.

– القروض الموسمية :

يعطى للمؤسسات التي يكون هناك فارق كبير بين زمن مدخلاتها وزمن مخرجاتها، أي التي تمارس نشاطا موسميا، كالمؤسسات التي تشتري وتصنع خلال كامل السنة لتبيع في فصل معين، أو تشتري في فصل معين لتبيع في كامل السنة[42].

– قروض الربط :

تواجه المؤسسة الاقتصادية خلال حياتها العديد من صور الاحتياج إلى التمويل، فتلجأ إلى الاقتراض أو إصدار الأسهم أو التنازل عن بعض الأصول بغية توفير التمويل اللازم لاستثماراتها ولكن في بعض الحالات عملية الحصول على الأموال تتطلب بعض الوقت الذي من الممكن أن يتسبب في تضييع الفرص الاستثمارية، ففي هذه الحالة تعتبر قروض الربط حلا لهذه المشكلة، حيث تمكن المؤسسة من الحصول على ما تحتاجه من تمويل بصفة مؤقتة من أجل عدم تضييع الفرص الاستثمارية في انتظار وصول مصادر التمويل المتفق عليها[43].

من خلال كل ما سبق يمكننا حساب مختلف النسب المتعلقة بسياسة الاستدانة كما يلي :

- $\frac{TD}{PF}$: تتمثل في نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة؛
- $\frac{LTD}{PF}$: تتمثل في نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة؛
- $\frac{STD}{PF}$: تتمثل في نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة.

[42] سليمان ناصر، **تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية**، الطبعة الأولى، جمعية التراث، غرداية، الجزائر، 2002، ص. ص 221- 223.
[43] شعبان محمد، **مرجع سبق ذكره**، ص 26.

بعد التطرق إلى المفاهيم الخاصة بقيمة الأسهم وسياسة الاستدانة في المبحث السابق سنحاول من خلال هذه الفقرة التطرق إلى العلاقة التي تربط بين هذين المفهومين وهو مفهوم كفاءة سوق المال الذي يعكس العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين المعلومات المالية للمؤسسة المصدرة لتلك الأوراق المالية[44]، ونظرا لأن موضوع الدراسة يشمل بين سياسة الاستدانة (معلومات مالية) والقيمة السوقية للأسهم (أسعار الإغلاق) وبهدف تدعيم الدراسة سنتطرق في الفصل الثاني إلى اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف باعتبار أن الأسعار عند هذا المستوى تعكس المعلومات التاريخية (القوائم المالية) فقط، وبالتالي من المستحيل التنبؤ بسعر الورقة بالاعتماد على هذه المعلومة لأن الأسعار تسير عشوائيا.

المبحث الثاني : الدراسات السابقة

بعد ما أشرنا إلى المفاهيم الخاصة بالاستدانة في المبحث الأول، لذلك سنحاول في هذا المبحث الإلمام ببعض الدراسات التي تناولت هذا الموضوع وذلك بعرضها بشكل مختصر ومعرفة ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.

المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة

من خلال هذا المطلب سنتطرق إلى عرض بعض الدراسات العربية والأجنبية التي تناولت الموضوع.

الفرع الأول : الدراسات باللغة العربية

أولا : فائزة عمر محجوب، **أثر الهيكل المالي في قيمة المنشأة**، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، الخرطوم، السودان، 2007.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر تشكيلة مصادر التمويل في قيمة المؤسسات العاملة بالسودان، وتحديد الكيفية التي يتكون بها الهيكل الأمثل لها والتعرف على أثر السياسات الاقتصادية العامة للدولة على الهياكل المالية للمؤسسات، وإظهار دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في تمويل المؤسسات في السودان، وقد شملت عينة الدراسة على مؤسسات القطاع التجاري والخدمي في السودان للفترة الممتدة (2000- 2004)، حيث اعتمدت الباحثة على المنهج التاريخي في عرض الدراسات السابقة والاطلاع على المراجع والمصادر العلمية ذات العلاقة المباشرة بموضوع الدراسة والمنهج الاستنباطي في دراسة مشاكل وفرضيات الدراسة، المنهج الاستقرائي في اختبار فرضيات الدراسة والوصفي التحليلي كأداة إحصائية في الجمع والتحليل، وتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج منها أن الهيكل المالي الأمثل يسهم في تعظيم قيمة المؤسسة وأن تنويع مصادر التمويل تتيح للمؤسسة المقدرة على تعديل مصادر الأموال تبعا للتغيرات الأساسية والاحتياجات المالية، وتتأثر ربحية المؤسسة بكفاءة الأنظمة المحاسبية فيها، إن المؤسسات العاملة في السودان لا تعتمد على سوق الخرطوم للأوراق المالية في تغطية احتياجاتها المالية الدائمة بسبب انخفاض كفاءته وافتقاره للوسائل التقنية الحديثة.

[44] ذهبية بن عبد الرحمان، **مرجع سبق ذكره**، ص 53.

ثانيا : حاكم محسن محمد، **تغير الهيكل المالي وأثره في قيمة المنشأة**، رسالة دكتوراه غير منشورة، الجامعة الستنصرية، بغداد، العراق، 1995.

هدفت هذه الدراسة على معرفة مضمون نظرية التبادل في تحديد هيكل رأس المال المؤسسة وعلى افتراضات المدخل التقليدي التي تسلم بوجود هيكل مالي أمثل يحقق أدنى معدل موزون لتكلفة التمويل وأعلى مستوى للعائد، وأن قيمة المؤسسة تتأثر بعنصرين أساسيين الأول هو المنافع التي تحصل عليها المؤسسة من الاقتراض والمتمثلة بالوفرات الضريبية بسبب ارتفاع نسبة المديونية بالمستوى المقبول، والثاني هو تكلف الإفلاس إذ ترتبط هذه التكلفة بارتفاع نسب الاقتراض وتكون أقل من الوفرات الضريبية لغاية النقطة التي تمثل الهيكل المالي الأمثل، إذ أن تجاوز هذه النقطة يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل وازدياد مخاطر الإفلاس، وقد قام الباحث بدراسة تحليلية في المؤسسات صناعية عراقية، وتوصلت الدراسة على نتائج منها أن قيمة المؤسسة تتباين بتباين تركيبة الهيكل المالي وتزداد قيمتها بازدياد نسبة الرافعة المالية إلى الهيكل المالي، كما توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين الهيكل المالي وتكلفة التمويل التي انعكست بشكل واضح في نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM).

ثالثا : علي بن الضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.

هدفت هذه الدراسة إلى الوقوف على القدرة التفسيرية لقرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في سوق الأوراق المالي الكويتي، وقد شملت عينة الدراسة على 60 مؤسسة مدرجة في البورصة خلال الفترة الممتدة من (2006-2008) موزعة على أربع قطاعات مع الأخذ بعين الاعتبار درجة كفاءة السوق المالي الكويتي، حيث اعتمد الباحث على التقارير المالية للمؤسسات عينة الدراسة باستخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، وذلك بالاعتماد على سلسلة زمنية لأسعار أسهم المؤسسات والمعبر عنها بسعر الإقفال، وتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أن السوق الكويتية تعد سوقا كفئا عند المستوى الضعيف، وأن الأسعار تسير عشوائيا حسب كل الاختبارات الخاصة بالتسيير العشوائي، بالإضافة إلى التوصل أن الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لها تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة.

رابعا : محمد أبكر أحمد محمد، **هيكل رأس المال وأثره في القيمة السوقية للشركات**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، الخرطوم، السودان، 2004.

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على المشكلات التي تعترض تكوين الهيكل المالي وبيان أثر تركيبة رأس المال وتحديد قيمة المؤسسة ودراسة جدوى النظريات التي تحكم تكوين الهيكل المالي وتحليلها وبيان ما إذا كان هناك هيكل مالي نموذجي في أنواع المؤسسات، وقد شملت عينة الدراسة على بعض مؤسسات سوق الخرطوم للأوراق المالية للفترة الممتدة من (2000-2002)، حيث اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي والاستنباطي والاستقرائي في جمع وتحليل بيانات الدراسة، وتوصلت هذه الدراسة إلى نتائج منها أن التمويل الدائن بنسبة تناسب حجم وطبيعة المؤسسة ترفع من قيمة المؤسسة السوقية، وزيادته عن الحد المعقول تؤدي إلى نتائج سلبية ومخاطر قد تتسبب في تصفية المؤسسة، وأن فاعلية وكفاءة سوق الخرطوم ضعيفة ولا تفي بحاجة المستثمر نسبة لقلة المؤسسات المدرجة بالسوق وقلة المعاملات المالية وتأخير إصدار تقارير السوق.

خامسا : حامد أحمد محمود المحادين، **أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2010.

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن أثر المزيج التمويلي للمؤسسات موضع الدراسة في القيمة السوقية للأسهم، وقد شملت عينة الدراسة على 25 مؤسسة تأمين أردنية مدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة من (2004- 2009)، حيث اعتمد الباحث على البيانات المنشورة للمؤسسات عينة الدراسة كما استخدم العديد من الأساليب الإحصائية منها الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وتحليل المسار، فضلا عن استخدام تحليل التباين الأحادي (ANOVA) والحزمة الاقتصادية (SPSS-Version.17) وبرنامج (Amos Study- Version-7) بالإضافة إلى استخدام بعض أساليب الإحصاء الوصفي، وتوصلت هذه الدراسة إلى عدة النتائج منها يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين مجموعة متغيرات الدراسة في القيمة السوقية لمؤسسات التأمين الأردنية، كما يوجد أثر للمزيج التمويلي والعائد على السهم العادي الواحد في القيمة السوقية، أما بالنسبة للمزيج التمويلي، والمزيج التمويلي والعائد على حقوق الملكية فلا يؤثران في القيمة السوقية لمؤسسات التأمين الأردنية.

سادسا : مليكة زغيب وسفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة : دراسة حالة مجمع صيدال، **أبحاث اقتصادية وإدارية**، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، العدد 12، ديسمبر 2012.

هدفت هذه الدراسة لاختبار تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال اختبار العلاقة بين القيمة السوقية والاقتراض مع الأخذ بعين الاعتبار تقدير تكلفة الأموال، تقدير قيمة المجمع ثم دراسة علاقة الاقتراض بالقيمة السوقية للمؤسسة، وقد شملت عينة الدراسة على مجمع صيدال وذلك خلال الفترة الممتدة من (2003-2007)، حيث اعتمد الباحثان على البيانات الخاصة والتقارير المالية لعينة الدراسة كما استخدموا بعض المؤشرات منها تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الأموال المقترضة، التكلفة الوسطية المرجحة بالإضافة إلى المؤشرات الإحصائية، معامل الارتباط لمعرفة أثر المتغير المستقل (الاقتراض) على المتغير التابع (القيمة السوقية للمؤسسة)، وتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أن معدل العائد على الاستثمار أقل من معدل العائد على الاقتراض مما يشير إلى الصعوبات التمويلية التي ستواجهها المؤسسة في المستقبل بالإضافة إلى وجود علاقة عكسية قوية ذات دلالة إحصائية بين الاقتراض والقيمة السوقية للمؤسسة.

سابعا : جلال إبراهيم العبد، مؤشرات الأداء المعتمدة على الأرباح ومؤشرات الأداء المعتمدة على التدفقات النقدية وعلاقتها بالقيمة السوقية للأسهم بالتطبيق على الشركات الصناعية في أسواق المال الخليجية، **مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية**، جامعة الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، العدد الأول، مارس 2007.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين مؤشرات الأداء المعتمدة على الأرباح ومؤشرات الأداء المعتمدة على التدفقات النقدية وهل يوجد تباين بين هذه المؤشرات من حيث قدرتها على تفسير التغيرات في القيمة السوقية للأسهم العادية، وقد شملت عينة الدراسة على 69 مؤسسة تعمل في قطاع الصناعة والمدرجة في أسواق المال الخليجية خلال الفترة الممتدة من (2002-2006)، حيث اعتمد الباحث على البيانات المالية لعينة الدراسة باستخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد وذلك بالاعتماد على سلسلة أسعار أسهم المؤسسات والمعبر عنها بمتوسط السعر السوقي للسهم خلال العام، وتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج منها أن متغيرات الأداء المعتمدة على الأرباح مازالت هي المتغيرات المدركة من قبل متخذي القرارات والمتعاملين في أسواق المال الخليجية والمحددة للسعر السوقي للسهم أكثر من متغيرات الأداء المعتمدة على التدفقات النقدية.

الفرع الثاني : الدراسات باللغة الأجنبية

أولا : Gay B. Hatfild & Other

The Determination of optimal capital Structure : the effect of firm and industry Debt Ration on Marqet value, **Journal of Financial & Strategic Decision,** Vol 7, No 3, Fall 1994.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد الهيكل المالي الأمثل من خلال بحث المؤسسة عن مستوى اقتراض أمثل، وأنها سوف تزيد أو تخفض من قيمة المؤسسة بواسطة التغير في مستوى الديون، وبذلك فإنها تتجه نحو نسبة متوسط الصناعة أو بعيدا عنه، وأن المؤسسة التي معدل نموها مرتفع سوف تكون لها رافعة مالية مرتفعة لأنها سوف تحقق عوائد كافية تواجه بها مصروفات الفوائد الإضافية، وقد شملت عينة الدراسة على 183 مؤسسة خلال الفترة الممتدة من (1982- 1987)، واعتمدت الدراسة على المنهج الإحصائي الذي تم تطبيقه على هذه المؤسسات وصنفت هذه المؤسسات حسب نسبة الرافعة المالية إلى مؤسسات رافعتها المالية أعلى من متوسط الصناعة وأخرى رافعتها المالية أقل من متوسط الصناعة، وكانت نتائج الدراسة غير معنوية حيث لم تظهر العلاقة بين مستوى ديون المؤسسة ومستوى ديون الصناعة، وأن مستوى ديون المؤسسة لا تؤثر في القيمة السوقية لعوائد المساهمين، وبالتالي لم تثبت صحة فرضيات الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى نتائج شبيهة بنتائج مودقلياني وميلر في عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، كما نفت وجود أثر لنسبة ديون الصناعة بصورة عامة وحجم ديون المؤسسة ومعدل نموها.

ثانيا : Titman Sheridan & Roberto wessels

The Determinants of capital structure Choice, **the Journal of Finance,** Vol 43, No 1, Mar 1988.

هدفت هذه الدراسة إلى التطبيق العلمي لنظريات هيكل التمويل على أوسع نطاق ممكن في المؤسسة، واعتمدت الدراسة على المنهج الإحصائي التحليلي، وتوصلت الدراسة إلى نتائج منها وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة ونسبة الدين، ويبررون ذلك بأنه نشاط المؤسسات كبيرة الحجم التي تتسم بقدر من التنوع مما يجعلها تتعرض لدرجة مخاطرة أقل وبالتالي يكون للمؤسسة الدافع لزيادة نسبة الاقتراض بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة، بالإضافة إلى أن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل من حيث الأفضلية، عدم وجود علاقة بين معدل نمو المؤسسة ونسبة الدين ومعرفة الطريقة المثلى لتمويل التنويع في المؤسسات، فهي تستفيد من اقتصاديات الحجم الكبيرة ومن السوق المالي لرأس المالي، كذلك الدراسة ربطت بين الإدارة الإستراتيجية والإدارة المالية للمؤسسات وحددت المصادر المالية الملائمة لكل نوع من أنواع إستراتيجية التنويع، لذلك وجهت المؤسسات التي ترغب في إضافة منتجات جديدة ليس لها علاقة بمنتجات المؤسسة الحالية في الاعتماد على الديون.

ثالثا : Williamson & Other

The importance of optimal capital structure, **Australian Journal of Management,** Vol 40, No 5, Dec 2006.

هدفت هذه الدراسة إلى التركيز على أهمية الالتزام الرئيسي بتنمية وتطوير إستراتيجية المؤسسة لزيادة قيمة حقوق المساهمين فيها إلى الحد الأعلى على مر الزمن، كذلك الاهتمام بواجبات المراقب المالي في أن يتأكد أنه لا توجد أي مخاطر على التمويل قد تهدد المؤسسة بأسلوب ثابت ومتماسك، وهذا يعمل على ضمان المحافظة على هيكل رأس مال أمثل في أغلب الأوقات، ويمكن تحقيق ذلك عن طريق إستراتيجية مالية تقوم بالتقليل من معدل تكلفة رأس المال والحفاظ على سيولة كافية ومعتدلة في كل وقت ضمانا لمرونة كافية لتمويل استثمارات المؤسسة ومشاريعها الجديدة لزيادة قيمة المؤسسة، وإحداث مخاطر في الملكية حيث أن المتاجرة بأسلوب متماسك وثابت مع إستراتيجية تتم بواسطة الإدارة، لذلك توصل الباحثون إلى نتائج تثبت أن هيكل رأس المال المثالي يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة على مر الزمن.

المطلب الثاني : مناقشة الدراسات السابقة وما يميزها عن الدراسة الحالية

في هذا المطلب سنتطرق إلى تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية من هذه الدراسات.

الفرع الأول : تقييم الدراسات السابقة

سنحاول من خلال هذا الفرع تقييم الدراسات السابقة العربية والأجنبية من خلال إبراز أهم ما ورد فيها في الجدولين التاليين :

الجدول رقم (1.1) تقييم الدراسات العربية

الدراسات	المنهج والأدوات	العينة	النتائج
فائزة عمر محجوب	التاريخي، الاستنباطي، الاستقرائي، الوصفي التحليلي	مؤسسات القطاع التجاري والخدمي في السودان	الهيكل المالي الأمثل يسهم في تعظيم قيمة المؤسسة وأن تنويع مصادر التمويل تتيح للمؤسسة المقدرة على تعديل مصادر الأموال تبعا للتغيرات الأساسية والاحتياجات المالية
حاكم محسن محمد	دراسة تحليلية	المؤسسات الصناعية العراقية	قيمة المؤسسة تتباين بتباين تركيبة الهيكل المالي وتزداد قيمتها بازدياد نسبة الرافعة المالية إلى الهيكل المالي

.../...

.../...

علي بن الضب	نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط	60 مؤسسة مدرجة في بورصة الكويت	سوق الكويت كفئا عند المستوى الضعيف، الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لها تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة.
محمد أبكر أحمد محمد	الوصفي، الاستنباطي، الاستقرائي	بعض مؤسسات سوق الخرطوم للأوراق المالية	التمويل الدائن بنسبة تناسب حجم وطبيعة المؤسسة ترفع من قيمة المؤسسة السوقية
حامد أحمد محمود المحادين	نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، تحليل المسار، تحليل التباين الأحادي	25 مؤسسة تأمين مدرجة في سوق عمان المالي	يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين مجموعة متغيرات الدراسة منها المزيج التمويلي والعائد على السهم العادي الواحد في القيمة السوقية، أما بالنسبة للمزيج التمويلي فلا يؤثر في القيمة السوقية
مليكة زغيب، سفيان دلفوف	المؤشرات الإحصائية، معامل الارتباط	مؤسسة واحدة (مجمع صيدال)	معدل العائد على الاستثمار أقل من معدل العائد على الاقتراض
جلال إبراهيم العبد	نماذج الانحدار الخطي المتعدد	69 مؤسسة تعمل في قطاع الصناعة والمدرجة في أسواق المال الخليجية	متغيرات الأداء المعتمدة على الأرباح مازالت هي المحددة لسعر السوقي للسهم أكثر من متغيرات الأداء المعتمدة على التدفقات النقدية

المصدر : من إعداد الطالبة

الجدول رقم (2.1) تقييم الدراسات الأجنبية

الدراسات	المنهج والأدوات	العينة	النتائج
Gay B. Hatfild & Other	الإحصائي	183 مؤسسة	عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة
Titman Sheridan & Roberto Wessels	الإحصائي التحليلي	مؤسسة واحدة	وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة ونسبة الدين
Williamson & Other	عدم الإشارة إليه	مؤسسة واحدة	هيكل رأس المال الأمثل يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة على مر الزمن

المصدر : من إعداد الطالبة

من خلال عرضنا لدراسات السابقة نستنتج أهم النقاط التالية :

- هدفت أغلبية الدراسات إلى التعريف بالهيكل المالي وما هو المصدر المناسب لتعظيم قيمة المؤسسة؛
- نلاحظ اختلاف في طريقة عمل الدراسات فمنها من كان داخل السوق المالي ومنها من كان خارج السوق المالي؛
- هناك دراسات أجريت على عينة من المؤسسات وأخرى اكتفت بمؤسسة واحدة؛
- كذلك اختلاف في المناهج والأدوات المستخدمة في عملية التحليل؛
- بالنسبة إلى دراسة جلال إبراهيم العبد فكانت تتشابه مع الدراسات السابقة فقط في المتغير التابع (القيمة السوقية)؛
- أجريت هذه الدراسات في بيئات اقتصادية مختلفة وأزمنة مختلفة.

الفرع الثاني : موقع الدراسة من الدراسات السابقة

من خلال عرض الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع يمكننا توضيح موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة في ما يلي :

- أغلب الدراسات تتشابه من حيث التعريف بالهيكل المالي إلا أن الإشكاليات المدروسة فيما بينها كانت مختلفة، فمنها من يبحث عن الهيكل المالي الأمثل الذي يعظم قيمة المؤسسة ومنها من طبق نظريات الهيكل المالي على المؤسسة للبحث عن طبيعة العلاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الدين؛
- أما بالنسبة للدراسة الحالية فقد حاولنا معرفة أثر كل نسبة من نسب الاستدانة وأي من هذه النسب لها علاقة التأثير على قيمة المؤسسة سواء بالزيادة أو بالانخفاض؛
- لمعرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات المدروسة تم تطبيق ذلك على عينة من الشركات المدرجة في مؤشر CAC40؛
- بما أن هناك علاقة بين سياسة الاستدانة (المعلومات المالية) والقيمة السوقية للأسهم تم من خلال هذه الدراسة اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف عن طريق اختبار BDS زيادة على دراسة علي بن الضب الذي اكتف باختبار الكفاءة عن طريق اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية؛
- تعتبر هذه الدراسة من بين الدراسات التي تناولت هذا الموضوع على الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 في حدود علم الباحثة.

خلاصة

بعد تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين تم التعرف في المبحث الأول على مختلف الجوانب والمفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي وكافة متغيراته المتمثلة في الديون القصيرة والطويلة (متغيرات مستقلة) كالمفهوم والتقسيمات، وكذا كيفية حساب هذه النسب، أما القيمة السوقية للأسهم (متغير تابع) فتم التعرف على مفهومها وكذا العوامل المؤثرة فيها.

أما بالنسبة للمبحث الثاني فكان يخص الدراسات السابقة التي لها علاقة بالموضوع، حيث تم عرض أهم الجوانب لهذه الدراسات والمتمثلة في الهدف من الدراسة، طريقة معالجتها وأهم النتائج المتوصل إليها، وفي الأخير تم إبراز مكانة الدراسة من هذه الدراسات.

وعليه بعد الإلمام بكل المفاهيم المتعلقة بمتغيرات الدراسة وكذا الدراسات، يبقى علينا تطبيق هذا الأمر في الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 وهذا للإجابة على مشكلة الدراسة في الفصل الثاني.

الفصل الثاني : الجانب التطبيقي لدراسة أثر الاستدانة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40

تمهيد

بعد التطرق في الفصل السابق إلى الجانب النظري لسياسة الاستدانة وكل المفاهيم المتعلقة بها وكذا القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع، سنحاول من خلال هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، وهذا من خلال قياس تأثير سياسة الاستدانة على القيمة السوقية للأسهم بالإضافة إلى اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في مؤشر CAC40.

وبغرض اختبار صحة فرضيات الدراسة تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، حيث يشمل المبحث الأول على كل من مجتمع وعينة الدراسة، متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، بالإضافة إلى مصادر البيانات والأدوات الإحصائية المعتمدة، أما المبحث الثاني فقد خصص لتحليل وتفسير، مناقشة النتائج، وذلك كما يلي :

- المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
- المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

يتمثل الجزء التطبيقي لهذه الدراسة أساسا في معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات، ومدى تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وذلك من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، حيث يشتمل هذا المبحث على تحديد الطريقة المعتمد عليها في الدراسة وكذا مصادر البيانات والأدوات الإحصائية المعتمدة.

المطلب الأول: الطريقة المعتمد عليها في الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التعريف بمجتمع وعينة الدراسة، بالإضافة إلى متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة

أولا : مجتمع الدراسة

1- نشأة مؤشر CAC40

يشير الرمز CAC40 إلى شركة أعوان الصرف (Compagnie des agents en de change) وهي اليوم اختصار لتحديد التسعير المستمر (Cotation Assistée en Continu)، وهو أهم مؤشر للأسهم الفرنسية، يحسب هذا المؤشر كمتوسط ترجيحي لرسملة قيم أسعار أسهم 40 شركة من الشركات الاستثمارية الضخمة في فرنسا، تتواجد هذه الأسهم في التداول الحر ويتداول بها في بورصة Euronext Paris، لا يحسب هذا المؤشر الأرباح المحصلة من الأسهم، إذن فالمؤشر يوفر الاستمرار ويعطي فكرة عن تطورات واتجاهات السوق.

أنشأ مؤشر CAC40 في 31 ديسمبر 1987 ودخل حيز التنفيذ في 15 جوان 1988، وهو المؤشر الرئيسي في بورصة باريس، يتكون من سلة من 40 مؤسسة فرنسية يتم اختيارها من بين 100 مؤسسة فرنسية من جميع القطاعات الاقتصادية على أساس القيمة السوقية، والتي تعكس الاتجاه العام للاقتصاد الفرنسي، ويتم تحديثها بشكل منتظم للحفاظ على الطابع التمثيلي للسوق المالي الفرنسي على حد سواء من حيث حجم وشروط أنشطة القطاعات، يتم إعادة النظر في تركيبة المؤشر فصليا (كل ثلاثة أشهر) من قبل لجنة خبراء comité d'experts، وعندما يتم شطب المؤسسة من المؤشر فإنه يتم استبدالها من حيث المبدأ بقيم CAC Next20 التي تضمن المتطلبات المالية للإدراج في مؤشر CAC40[45].

[45] بديدة حورية، **تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011، ص 133.

يحسب مؤشر CAC40 مرة واحدة كل 30 ثانية وذلك من 09:00 حتى 17:30 (بتوقيت وسط أوروبا) ويعتبر محلا للتعاقد في العقود الآجلة والخيارات[46].

2- كيفية حساب مؤشر CAC40

يتم حساب المؤشر انطلاقا من عينة تتكون من 40 مؤسسة وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة لقيمتها السوقية في سنة الأساس، نظرا لكون أن المؤشرات العالمية أصبحت تعتمد على نظام التعويم الحر الذي يأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية للمؤسسات المكونة للمؤشر المتاحة فعلا في السوق، لذلك نميز بين طريقتين لحساب المؤشر:

أ. الحساب المرجح بالرسملة البورصية:

ويتم حسابه كما يلي :

$$I_t = 1000 \frac{\sum_{i=o}^{N} Q_{i,t} C_{i,t}}{B_o K_t}$$

حيث :

- t : يوم الحساب، N : عدد القيم في العينة، $C_{i,t}$: سعر السهم i في التاريخ t؛
- $Q_{i,t}$: عدد الأسهم المستخدمة في المؤسسة i في التاريخ t؛
- B_0 : الرسملة البورصية في يوم الأساس 1987/12/31؛
- K_t : المعامل المعدل في التاريخ t للرسملة القاعدية $(K_0 = 1)$.

ب. الحساب على أساس قاعدة التعويم الحر:

ويتم حسابه وفق الصيغة التالية :

$$I_t = 1000 \frac{\sum_{i=o}^{N} F_{i,t} f_{i,t} Q_{i,t} C_{i,t}}{B_o K_t}$$

حيث :

- $f_{i,t}$: هو معامل محتمل للسقف الأعلى وهو محدد على قاعدة أسعار الإغلاق عشية الترجيح؛

[46] 20/02/2016, http://www.ifcmarkets.com/ar/introduction/cfd-cac40

- $F_{i,t}$: هو معامل التعويم أو حصة الرسملة البورصية المعومة.

ثانيا : تقديم عينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من 31 مؤسسة مدرجة في مؤشر CAC40 موزعة على عدة قطاعات باستثناء مؤسسات القطاع المالي والمؤسسات التي لم تتوفر فيها المعلومات اللازمة والجدول التالي يبين المؤسسات عينة الدراسة :

الجدول رقم (1.2) المؤسسات عينة الدراسة

القطاع	سلع رأس المال	الخدمات	المواد الأساسية	تكنولوجيا	الرعاية الصحية	الاستهلاك الدوري	الطاقة	المجموع
عدد المؤسسات	6	10	1	3	2	8	1	31
نسبة المؤسسات من العينة	%19.35	%32.25	%3.22	%9.67	%6.45	%25.8	%3.22	%100

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير المنشورة

ثالث : شروط اختيار العينة

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم اختيار العينة على أساس عدة اعتبارات نذكر منها :

- ألا تنتمي المؤسسة إلى قطاع البنوك والتأمينات وهذا لأنها تعتمد على ودائع الأفراد وأموالها الخاصة تعتبر هامش أمان؛
- ألا تكون المؤسسة قامت بعمليات اتحاد أو اندماج خلال فترة الدراسة؛
- أن تكون المؤسسة ناشطة ويتم تداول أسهمها خلال فترة الدراسة؛
- أن تتوفر كافة البيانات المالية للمؤسسة خلال فترة الدراسة.

رابعا : حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة من (2011- 2014) وهي فترة كافية لدراسة أثر المتغيرات المستقلة (سياسة الاستدانة) على المتغير التابع (القيمة السوقية للأسهم)، أما الحدود المكانية فتمثلت في 31 شركة مدرجة في المؤشر الرئيسي لبورصة باريس CAC40.

الفرع الثاني : متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

أولا : المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع للدراسة الحالية في السعر السوقي لسهم حيث يتم قياس متوسط السعر السوقي لسهم خلال السنة وهذا بأخذ متوسط سعر الإغلاق لأسهم المؤسسات عينة الدراسة لمدة أربع سنوات.

ثانيا : المتغيرات المستقلة

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على ثلاث متغيرات لسياسة الاستدانة والمتمثلة في (إجمالي الديون، الديون طويلة الأجل، الديون قصيرة الأجل)، وللإجابة على إشكالية الدراسة تم حساب كل متغير من هذه المتغيرات من خلال قسمتها على الأموال الخاصة ومن ثم أخذ متوسط النسب لفترة أربع سنوات وذلك من أجل توحيد وتجانس المعطيات.

تم الاعتماد على طريقة متوسط النسب في حساب كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة وذلك لأهميتها في حساب المتغيرات المستقلة لذا توجب علينا توحيد وتجانس معطيات الدراسة.

لمعرفة طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة، نرمز لكل متغير بما يلي :

- المتغير التابع : القيمة السوقية للأسهم بـ MVS؛
- المتغير المستقل الأول : إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة بـ TDPF؛
- المتغير المستقل الثاني : الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة بـ LTDPF؛
- المتغير المستقل الثالث : الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة بـ STDPF.

المطلب الثاني : مصادر البيانات والأدوات الإحصائية المعتمدة

من خلال هذا المطلب سيتم تطرق إلى مصادر البيانات بالإضافة إلى الأدوات الإحصائية المعتمدة.

الفرع الأول : مصادر البيانات

من خلال هذا الفرع سيتم التطرق إلى البيانات الثانوية والبيانات الأولية ذات العلاقة بموضوع الدراسة والمتمثلة في :

أولا : البيانات الثانوية

اعتمدت الدراسة في الجانب النظري على عملية المسح المكتبي للدراسات السابقة والمراجع المنشورة التي تناولت الموضوع، وذلك بالاستعانة بالكتب، المجلات، الرسائل الجامعية وكذا بعض مواقع الانترنت.

ثانيا : البيانات الأولية

بالنسبة للجانب التطبيقي فكان الاعتماد على التقارير المالية والنشرات الإحصائية الصادرة عن المواقع الرسمية لبورصة باريس الخاصة بالشركات قيد الدراسة.

الفرع الثاني : الأدوات الإحصائية المعتمدة

من أجل الإجابة على إشكالية هذه الدراسة واختبار فرضياتها تم الاعتماد على مجموعة من الأدوات الإحصائية وهي كالتالي :

أولا : أدوات الإحصاء الوصفي

وذلك من خلال دراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة، حيث سيتم تنظيم وتلخيص المعلومات لتسهيل فهمها ودراستها.

ثانيا : مصفوفة الارتباط (بيرسون)

الهدف من بناء مصفوفة الارتباط لبيرسون هو دراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

ثالث : نماذج الانحدار غير الخطي البسيط

الهدف منها هو بناء عدة نماذج مختلفة واختيار النموذج الأمثل من بينها وذلك لاختبار فرضيات الدراسة من خلال معرفة تأثير كل متغير مستقل لوحده (نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة) على المتغير التابع (القيمة السوقية للأسهم).

رابعا : اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية

وهذا من خلال استخدام الاختبارات التالية : AC، ADF، PP و KPSS من أجل معرفة هل الأسعار تتحدد عشوائيا أم لا ؟

خامسا : اختبار BDS

لمعرفة مدى كفاءة سوق باريس عند المستوى الضعيف.

ومن أجل القيام بذلك تم الاستعانة بالبرامج الإحصائية EVIEWS9.0 وSPSS23، بالإضافة إلى برنامج Excel الذي أستخدم في جمع البيانات.

المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى كل الأمور الخاصة بالجانب التطبيقي من خلال عرض النتائج وتحليلها إحصائيا في المطلب الأول، ومناقشتها وتفسيرها اقتصاديا في المطلب الثاني.

المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة

في هذا المطلب سيتم عرض النتائج المتوصل إليها من خلال المعلومات التي تم جمعها، وتحليلها بالاستعانة بالبرامج الإحصائية المذكورة سابقا.

الفرع الأول : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سنتناول من خلال هذا الفرع التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة لتحديد مدى تباعد البيانات عن بعضها البعض وذلك بحساب المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، أصغر وأكبر قيمة لكل متغير من متغيرات الدراسة وذلك لتسهيل فهمها ودراستها والجدول التالي يوضح ما يلي :

الجدول رقم (2.2) تحليل نسب الاستدانة والقيمة السوقية للأسهم

	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة		
	MVS	TDPF	LTDPF	STDPF
Mean	64.61483	2.637902	0.746531	1.908790
Median	45.00688	2.079868	0.549301	1.238441
Maximum	412.4804	6.954958	2.611714	4.940158
Minimum	8.862917	0.398251	0.013522	0.663333
Std. Dev.	74.25392	1.707786	0.594066	1.220662
Skewness	3.498624	0.967631	1.682241	0.927646
Kurtosis	16.75162	2.944445	5.830316	2.806277
N	31	31	31	31

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

من خلال الجدول رقم (2.2) تظهر الخصائص الوصفية لعينة الدراسة التي بلغ عدد المشاهدات 31 مشاهدة خلال الفترة (2011- 2014) كما يلي :

نلاحظ أن متوسط القيمة السوقية للأسهم (MVS) بلغت أكبر قيمة بـ 64.61 وانحراف معياري قدر بـ 74.25 أما أعلى قيمة وأدنى قيمة قدرت بـ 412.48، 8.86 على التوالي، أما نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (TDPF) فقد بلغ متوسطها بـ 2.63 بانحراف معياري قدر بـ 1.70، أما بالنسبة للقيمة العليا والدنيا فكانت تقدر بـ 6.95، 0.39 على التوالي، ونفس الأمر يخص نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LTDPF) فقد بلغ متوسطها بـ 0.74 وهو أقل قيمة من باقي المتغيرات بانحراف معياري قدر بـ 0.59 وقيمتين عليا ودنيا تقدر بـ 2.61، 0.013 على التوالي، أما النسبة الأخيرة وهي الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة (STDPF) فقد بلغ متوسطها بـ 1.90 وانحراف معياري قدر بـ 1.22 وقيمتين عليا ودنيا تقدر بـ 4.94، 0.66 على التوالي، من خلال التحليل الوصفي نلاحظ أن هناك انحراف كبير بالنسبة للقيمة السوقية للأسهم وأقل انحراف كان لنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة.

الفرع الثاني : تحليل نتائج الارتباط بين نسب الاستدانة والقيمة السوقية للأسهم

يمكن توضيح نتائج الارتباط بين نسب الاستدانة والقيمة السوقية للأسهم في الجدول التالي :

الجدول رقم (3.2) تحليل نتائج الارتباط بين نسب الاستدانة والقيمة السوقية للأسهم

		MVS	TDPF	LTDPF	STDPF
MVS	Corrélation de Pearson	1	-.122-	-.105-	-.107-
	Sig. (bilatérale)		.513	.575	.566
	N	31	31	31	31
TDPF	Corrélation de Pearson	-.122-	1	.851**	.966**
	Sig. (bilatérale)	.513		.000	.000
	N	31	31	31	31
LTDPF	Corrélation de Pearson	-.105-	.851**	1	.691**
	Sig. (bilatérale)	.575	.000		.000
	N	31	31	31	31
STDPF	Corrélation de Pearson	-.107-	.966**	.691**	1
	Sig. (bilatérale)	.566	.000	.000	
	N	31	31	31	31

**. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) والبرنامج الإحصائي SPSS23

تبين إشارة معامل التحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرين عكسية أم طردية، بينما تبين قيمة معامل التحديد R^2 قوة العلاقة بين المتغيرين يمكن أن يعطي هذا المعامل قيمة قوية لكن ليس له دلالة إحصائية في الواقع، لذلك يجب أن نقارن القيمة الاحتمالية Sig بمستوى معنوية 0.01 المقبول، حيث إذا كانت قيمة Sig أقل من 0.01 فإن قيمة معامل الارتباط تختلف معنويا عن الصفر، أي توجد هناك دلالة إحصائية بين المتغيرات في الواقع.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن هناك علاقة عكسية ليس لها دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة من جهة والقيمة السوقية للأسهم من جهة أخرى، حيث بلغت درجت الارتباط بينهما على التوالي 0.122-، 0.105-،0.107- عند مستويات معنوية على التوالي 0.513، 0.575، 0.566 وهي أكبر من مستوى المعنوية المقبول 0.01، وبالتالي نستنتج عدم وجود دلالة إحصائية في الواقع بين المتغيرات (قيمة عشوائية).

نلاحظ كذلك من الجدول رقم (3.2) أن هناك علاقة طردية قوية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين نسبة الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل وإجمالي الديون، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما على التوالي 0.851، 0.966 عند مستوى معنوية صفر وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول 0.01، وبالتالي يوجد تأثير لنسبة الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل على إجمالي الديون في الواقع.

نلاحظ كذلك من الجدول رقم (3.2) أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط بين نسبة الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما 0.691 عند مستوى معنوية صفر وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول 0.01، وبالتالي يوجد هناك تأثير لنسبة الديون قصيرة الأجل على نسبة الديون طويلة الأجل في الواقع.

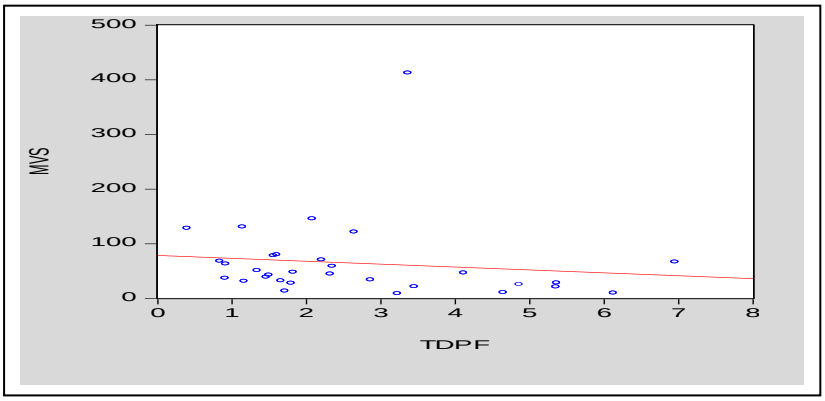
الفرع الثالث : تحليل نتائج الانحدار غير خطي البسيط لـ MVS بدلالة (TDPF، LTDPF، STDPF)

أولا : تحليل نتائج الانحدار غير خطي البسيط لـ MVS بدلالة TDPF

❖ **صياغة العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم MVS ونسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة TDPF**

من أجل معرفة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، سنحاول الاعتماد على التمثيل النقطي لـ 31 مشاهدة انطلاقا من معطيات الشركات محل الدراسة، فإذا كان هذا الانتشار على شكل خط مستقيم تكون العلاقة خطية، وإذا كان الانتشار على شكل قطع مكافئ تكون العلاقة أسية ويمكن تمثيل ذلك كما يلي :

الشكل رقم (1.2) التمثيل النقطي للمتغير التابع MVS بدلالة المتغير المستقل TDPF



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

من خلال الشكل أعلاه يتبين لنا أن العلاقة بين المتغيرين هي علاقة أسية وليست خطية لأنها لم تأخذ شكل خط مستقيم بل أخذت شكل قطع مكافئ، لذلك سيتم تقدير أكبر عدد من النماذج، ثم نختار النموذج الأحسن بناءا على عدة معايير إحصائية هي :

- المعنوية الجزئية الإحصائية للمعالم المقدرة "Prob <= 0.05"؛
- المعنوية الكلية للنموذج المقدر "Prob (F- statistic) <= 0.05"، معامل التحديد المصحح $\bar{R}^2$؛
- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء "إحصائية DW".

والجدول التالي يلخص أهم المعادلات التي يمكن أن تعطي أحسن تمثيل وقدرة تفسير بين المتغير التابع MVS والمتغير المستقل TDPF.

الجدول رقم (4.2) المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين MVS وTDPF

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	$\bar{R}^2$	DW
		Prob B_0	Prob B_1	Prob F		
1	$\ln(MVS)=B_0+B_1 TDPF$	0.000	0.047	0.047	0.099	1.92
2	$\ln(MVS)=B_1 TDPF$	-	0.000	-	-7.47	1.65
3	$MVS=B_0+B_1 \ln(TDPF)$	0.0013	0.56	0.56	-0.022	2.23
4	$MVS=B_1 \ln(TDPF)$	-	0.0099	-	-0.42	2.14
5	$\ln(MVS)=B_0+B_1 \ln(TDPF)$	0.000	0.04	0.04	0.11	1.90
6	$\ln(MVS)=B_1 \ln(TDPF)$	-	0.000	-	-10.46	1.22

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) (3) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

من الجدول رقم (4.2) يتضح أن النموذج الأمثل لتمثيل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم MVS ونسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة TDPF واستنادا إلى معايير المفاضلة المذكورة سابقا هو النموذج الخامس.

❖ **المشاكل القياسية (اختبار جودة النموذج)**

من أجل دراسة واختبار ملائمة وجودة هذا النموذج المختار توجب علينا القيام بالاختبارات التالية :

1- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية "LM" :

يقيس اختبار بروش قود فراي الارتباط الذاتي بين الأخطاء لدرجة أكثر من الواحد ويستخدم توزيع فيشر أو توزيع كاي دوا X^2 والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم (5.2) نتائج اختبار بروش قود فراي

Breusch – Godfrey Serial Correlation LM Test :			
F- statistic	0.045	**Prob. F (2.27)**	0.96
Obs* R- squared	0.10	**Prob. Chi- squared (2)**	0.95

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

من خلال النتائج والجدول رقم (5.2) نلاحظ أن إحصائية مضاعف لاغرونج المحسوبة والتي تساوي $R^2=0.10$ هي أقل تماما من القيمة المجدولة لتوزيع "كاي دوا" أي X^2 بدرجة حرية اثنان ونسبة معنوية 0.05.

بحيث $X^2_{0.05}(2) = 5.99$ وبالتالي نرفض الفرضية البديلة H_1 ونقبل فرضية العدم H_0 التي تقرر أنه ليس هناك ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية.

2- اختبار ثبات التباين الشرطي للأخطاء " ARCH - LM"

هو اختبار لتجانس التباين يعتمد على توزيع فيشر أو توزيع كاي دوا X^2 والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم (6.2) نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test : ARCH			
F- statistic	0.031	**Prob. F (1.28)**	0.86
Obs* R- squared	0.033	**Prob. Chi- squared (1)**	0.85

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

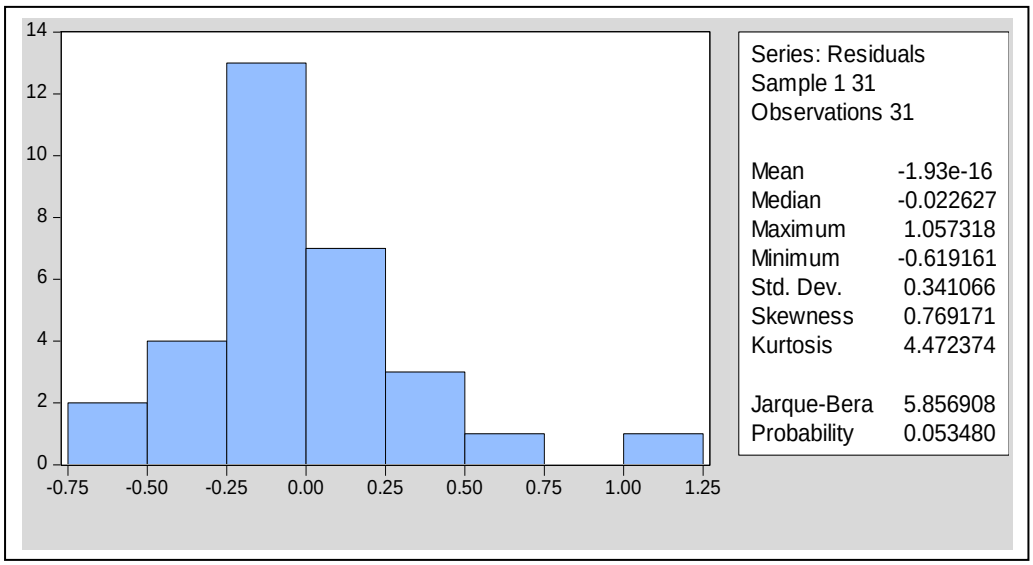
من خلال النتائج والجدول رقم (6.2) لدينا القيمة المحسوبة لمضاعف لاغرونج والتي تساوي $R^2=0.033$ هي أقل تماما من القيمة المجدولة لتوزيع "كاي دوا" أي X^2 بدرجة حرية واحد ونسبة معنوية 0.05.

بحيث $X^2_{0.05}(1) = 3.84$ وبالتالي نرفض الفرضية البديلة H_1 ونقبل فرضية العدم H_0 التي تقرر أنه لا يوجد أثر لعدم تجانس الأخطاء أي هناك تجانس في التباين.

3- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي "Jarque – Bera"

يجيب هذا الشكل على السؤال هل السلسلة المقدرة أو محل الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي أم لا والشكل التالي يوضح نتائج هذا الاختبار :

الشكل رقم (2.2) التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

من خلال الشكل رقم (2.2) نلاحظ الإحصائية المحسوبة لاختبار "Jarque – Bera " S = 5.86 فهي أقل تماما من توزيع "كاي دوا" أي X^2 بدرجة حرية اثنان ونسبة معنوية 0.05.

بحيث $X^2_{0.05}(2) = 5.99$ وبالتالي نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 وعليه فإن السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي.

نستنتج من نتائج الاختبارات السابقة أن النموذج المختار صالح وملائم لتمثيل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم ونسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة.

والجدول التالي يلخص أهم نتائج هذا النموذج للمتغير التابع القيمة السوقية للأسهم MVS بدلالة نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة TDPF.

الجدول رقم (7.2) تأثير نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية للأسهم

Dependent Variable: LNMVS				
Method: Least Squares				
Date: 03/22/16 Time: 09:50				
Sample: 1 31				
Included observations: 31				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.155283	0.220268	18.86469	0.0000
LNTDPF	-0.467608	0.218196	-2.143066	0.0406
R-squared	0.136718	Mean dependent var		3.797085
Adjusted R-squared	0.106950	S.D. dependent var		0.845234
S.E. of regression	0.798758	Akaike info criterion		2.450823
Sum squared resid	18.50241	Schwarz criterion		2.543338
Log likelihood	-35.98776	Hannan-Quinn criter.		2.480981
F-statistic	4.592730	Durbin-Watson stat		1.902909
Prob(F-statistic)	0.040629			

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

من خلال الجدول أعلاه يمكن تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر وذلك من خلال الاختبارات التالية :

أ. اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

– اختبار المعنوية الإحصائية لـ B_0

لاختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة الحد الثابت نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

$$\begin{cases} H_0: B_0 = 0 \\ H_1: B_0 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (7.2) نلاحظ أن $\textbf{Prob } B_0 = 0.000 =< 0.05$ ومنه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أن المعلمة المقدرة لـ B_0 تختلف معنويا عن الصفر وأن القيمة المقدرة لـ $\widehat{B_0}$ هي قيمة غير عشوائية وبالتالي لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05.

– اختبار المعنوية الإحصائية لـ B_1

لاختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة المتغير المستقل نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

$$\begin{cases} H_0: B_1 = 0 \\ H_1: B_1 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (7.2) نلاحظ أن **Prob B_1 = 0.04<= 0.05** ومنه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أن المعلمة المقدرة لـ B_1 تختلف معنويا عن الصفر وأن القيمة المقدرة لـ $\widehat{B_0}$ هي قيمة غير عشوائية وبالتالي لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05.

ب. اختبار المعنوية الكلية للنموذج

لاختبار المعنوية الإحصائية لنموذج الكلي نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

$$\begin{cases} H_0 : B_0 = B_1 = 0 \\ H_1 : \text{oumois } (B_j \neq 0) \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (7.2) نلاحظ أن **Prob -F =0.04 <=0.05** ومنه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أنه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر وأن القيمة المقدرة هي قيمة غير عشوائية وبالتالي لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05.

ت. اختبار جودة التوفيق

من أجل اختبار جودة التوفيق نعتمد على معامل التحديد المصحح $\overline{R^2}$ والذي يقوم بدراسة القدرة التفسيرية بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

من خلال الجدول رقم (7.2) نلاحظ أن المعادلة المقدرة تفسر لنا 11 في المئة من المتغيرات الإجمالية للمتغير التابع MVS وهي تعبر عن جودة توفيق ضعيفة، أما النسبة المتبقية 89 في المئة ترجع إلى متغيرات أخرى غير داخلة في النموذج.

ث. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Durbin – Watson)

من أجل إجراء هذا الاختبار نعتمد على الفرضيتين التاليتين :

$$\begin{cases} H_0 : p = 0 & \text{عدم وجود إرتباط ذاتي للأخطاء} \\ H_1 : p \neq 0 & \text{وجود إرتباط ذاتي للأخطاء} \end{cases}$$

بالاستعانة بالجدول رقم (7.2) نستخرج قيمة (DW) والملحق رقم سبعة نستخرج كل من قيمة $(d_L \, ، \, d_U)$ حيث :

- n = 31 (عدد المشاهدات)؛
- K = 1 (عدد المتغيرات المستقلة).

ومنه $d_{L1} = 1.36$ ، $d_{U2} = 1.50$

والشكل التالي يبين مناطق قبول ورفض الاختبار :

الشكل رقم (3.2) مناطق قبول ورفض اختبار (DW)

0	d_L	d_U	2	$4-d_U$	$4-d_L$	4

P>0	?	P=0	P=0	?	P<0
ارتباط ذاتي موجب	غير محدد	عدم وجود ارتباط	عدم وجود ارتباط	غير محدد	ارتباط ذاتي سالب

0	1.36	1.5	2	2.5	2.64	4

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على جدول (DW)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن قيمة (DW) والتي تساوي 1.90 تقع ضمن المجال $[d_u ; 2]$ أي نرفض الفرضية البديلة H_1 ونقبل فرضية العدم H_0 عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.

❖ **معادلة النموذج المقبول :**

$$\ln(MVS) = 4.155283 - 0.467608 \ln(TDPF)$$

إرجاع المعادلة إلى الشكل غير خطي كما يلي :

$$e^{\ln(MVS)} = e^{4.155283}\ e^{-0.467608 \ln(TDPF)}$$

$$MVS = e^{4.155283} * TDPF^{-0.467608}$$

$$MVS = 63.77000891 * TDPF^{-0.467608}$$

من خلال المعادلة الأخيرة نقوم بتفسير المعالم المقدرة كما يلي :

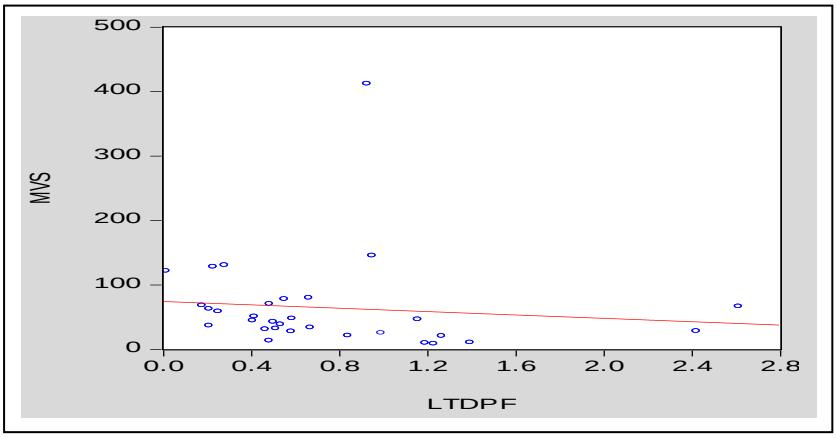
- **معلمة الحد الثابت B_0** : نلاحظ من المعادلة أن عند انعدام TDPF فإن القيمة المقدرة لـ MVS تساوي 63.77؛
- **معلمة المتغير المستقل B_1** : نلاحظ من المعادلة أن عند زيادة TDPF بواحد وحدة تنخفض MVS بـ 0.47 وهذا ما يدل على وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة والقيمة السوقية للأسهم.

ثانيا : تحليل نتائج الانحدار غير خطي البسيط لـ MVS بدلالة LTDPF

❖ **صياغة العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم MVS ونسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة LTDPF**

الشكل التالي يوضح التمثيل النقطي للمتغير التابع القيمة السوقية للأسهم بدلالة نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة.

الشكل رقم (4.2) التمثيل النقطي للمتغير التابع MVS بدلالة المتغير المستقل LTDPF



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

من خلال الشكل أعلاه يتبين لنا أن العلاقة بين المتغيرين هي علاقة أسية وليست خطية لأنها لم تأخذ شكل خط مستقيم بل أخذت شكل قطع مكافئ، لذلك سيتم تقدير أكبر عدد من النماذج، ثم نختار النموذج الأحسن بناءا على المعايير الإحصائية المذكورة سابقا.

والجدول التالي يلخص أهم المعادلات التي يمكن أن تعطي أحسن تمثيل وقدرة تفسير بين المتغير التابع MVS والمتغير المستقلLTDPF.

الجدول رقم (8.2) المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين MVS وLTDPF

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	$\bar{R}^2$	DW
		Prob B_0	Prob B_1	Prob F		
1	$\ln(MVS)=B_0+B_1 LTDPF$	0.000	0.12	0.12	0.048	1.96
2	$\ln(MVS)=B_1 LTDPF$	-	0.000	-	-9.14	1.56
3	$MVS=B_0+B_1 \ln(LTDPF)$	0.0012	0.43	0.43	-0.012	2.22
4	$MVS=B_1 \ln(LTDPF)$	-	0.0091	-	-0.42	1.56
5	$\ln(MVS)=B_0+B_1 \ln(LTDPF)$	0.000	0.036	0.036	0.11	2
6	$\ln(MVS)=B_1 \ln(LTDPF)$	-	0.0003	-	-12.97	0.64

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) (4) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

من الجدول رقم (8.2) يتضح أن النموذج الأمثل لتمثيل العلاقة بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة LTDPF والقيمة السوقية لسهم MVS واستنادا إلى معايير المفاضلة المذكورة سابقا هو النموذج الخامس.

❖ **المشاكل القياسية (اختبار جودة النموذج)**

من أجل دراسة واختبار ملائمة وجودة هذا النموذج المختار توجب علينا القيام بالاختبارات التالية :

1- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية "LM" :

يقيس اختبار بروش قود فراي الارتباط الذاتي بين الأخطاء لدرجة أكثر من الواحد ويستخدم توزيع فيشر أو توزيع كاي دوا X^2 والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم (9.2) نتائج اختبار بروش قود فراي

Breusch – Godfrey Serial Correlation LM Test :			
F- statistic	0.008	**Prob. F (2.27)**	0.99
Obs* R- squared	0.018	**Prob. Chi- squared (2)**	0.99

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

من خلال النتائج والجدول رقم (9.2) نلاحظ أن إحصائية مضاعف لاغرونج المحسوبة والتي تساوي $R^2=0.018$ هي أقل تماما من القيمة المجدولة لتوزيع "كاي دوا" أي X^2 بدرجة حرية اثنان ونسبة معنوية 0.05.

بحيث $X^2_{0.05}$ (2) = 5.99 وبالتالي نرفض الفرضية البديلة H_1 ونقبل فرضية العدم H_0 التي تقرر أنه ليس هناك ارتباط ذاتي بين الأخطاء من الدرجة الثانية.

2- اختبار ثبات التباين الشرطي للأخطاء " ARCH - LM"

هو اختبار لتجانس التباين يعتمد على توزيع فيشر أو توزيع كاي دوا X^2 والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم (10.2) نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test : ARCH			
F- statistic	0.15	**Prob. F (1.28)**	0.70
Obs* R- squared	0.16	**Prob. Chi- squared (1)**	0.69

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

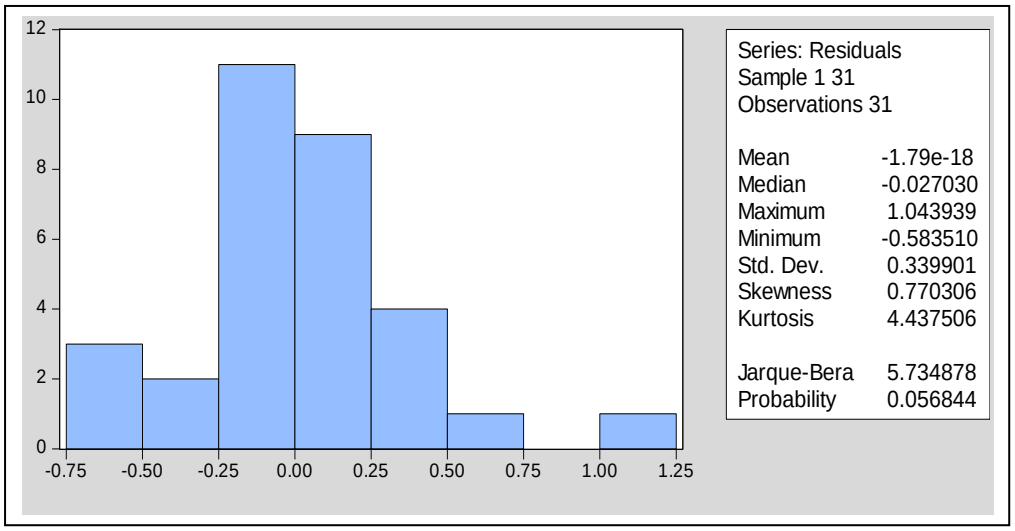
من خلال النتائج والجدول رقم (10.2) لدينا القيمة المحسوبة لمضاعف لاغرونج والتي تساوي $R^2=0.16$ هي أقل تماما من القيمة المجدولة لتوزيع "كاي دوا" أي X^2 بدرجة حرية واحد ونسبة معنوية 0.05.

بحيث $X^2_{0.05}$ (1) = 3.84 وبالتالي نرفض الفرضية البديلة H_1 ونقبل فرضية العدم H_0 التي تقرر أنه لا يوجد أثر لعدم تجانس الأخطاء أي هناك تجانس في التباين.

3- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي "Jarque – Bera"

يجيب هذا الشكل على السؤال هل السلسلة المقدرة أو محل الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي أم لا والشكل التالي يوضح نتائج هذا الاختبار :

الشكل رقم (5.2) التمثيل البياني للتوزيع الطبيعي للبواقي (الأخطاء)



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

من خلال الشكل رقم (5.2) نلاحظ الإحصائية المحسوبة لاختبار "Jarque – Bera " S = 5.73 فهي أقل تماما من توزيع "كاي دوا" أي X^2 بدرجة حرية اثنان ونسبة معنوية 0.05.

بحيث $X^2_{0.05}(2) = 5.99$ وبالتالي نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 وعليه فإن السلسلة تتبع التوزيع الطبيعي.

نستنتج من نتائج الاختبارات السابقة أن النموذج المختار صالح وملائم لتمثيل العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم ونسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة.

والجدول التالي يلخص أهم نتائج هذا النموذج للمتغير التابع القيمة السوقية للأسهم MVS بدلالة نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة LTDPF.

الجدول رقم (11.2) تأثير نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية للأسهم

Dependent Variable: LNMVS				
Method: Least Squares				
Date: 03/22/16 Time: 10:28				
Sample: 1 31				
Included observations: 31				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.592612	0.170614	21.05699	0.0000
LNLTDPF	-0.329334	0.149957	-2.196192	0.0362
R-squared	0.142602	Mean dependent var		3.797085
Adjusted R-squared	0.113036	S.D. dependent var		0.845234
S.E. of regression	0.796031	Akaike info criterion		2.443984
Sum squared resid	18.37630	Schwarz criterion		2.536499
Log likelihood	-35.88175	Hannan-Quinn criter.		2.474142
F-statistic	4.823257	Durbin-Watson stat		1.998683
Prob(F-statistic)	0.036225			

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على البرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

من خلال الجدول أعلاه يمكن تشخيص القوة الإحصائية للنموذج المقدر وذلك من خلال الاختبارات التالية :

أ. اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

– اختبار المعنوية الإحصائية لـ B_0

لاختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة الحد الثابت نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

$$\begin{cases} H_0: B_0 = 0 \\ H_1: B_0 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (11.2) نلاحظ أن **Prob** $B_0 = 0.000 <= 0.05$ ومنه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أن المعلمة المقدرة لـ B_0 تختلف معنويا عن الصفر وأن القيمة المقدرة لـ $\widehat{B_0}$ هي قيمة غير عشوائية وبالتالي لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05.

– اختبار المعنوية الإحصائية لـ B_1

لاختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة المتغير المستقل نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

$$\begin{cases} H_0: B_0 = 0 \\ H_1: B_0 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (11.2) نلاحظ أن **Prob B_1 = 0.036 <=0.05** ومنه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أن المعلمة المقدرة لـ B_1 تختلف معنويا عن الصفر وأن القيمة المقدرة لـ $\widehat{B_1}$ هي قيمة غير عشوائية وبالتالي لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05.

ب. اختبار المعنوية الكلية للنموذج

لاختبار المعنوية الإحصائية لنموذج الكلي نقوم بوضع الفرضيتين كما يلي :

$$\begin{cases} H_0 : B_0 = B_1 = 0 \\ H_1 : \text{oumois } (B_j \neq 0) \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (11.2) نلاحظ أن **Prob -F =0.036 <=0.05** ومنه نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 أي أنه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر وأن القيمة المقدرة هي قيمة غير عشوائية وبالتالي لها دلالة إحصائية في الواقع عند مستوى معنوية 0.05.

ت. اختبار جودة التوفيق

من أجل اختبار جودة التوفيق نعتمد على معامل التحديد المصحح $\overline{R^2}$ والذي يقوم بدراسة القدرة التفسيرية بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

من خلال الجدول رقم (11.2) نلاحظ أن المعادلة المقدرة تفسر لنا 11 في المئة من المتغيرات الإجمالية للمتغير التابع MVS وهي تعبر عن جودة توفيق ضعيفة، أما النسبة المتبقية 89 في المئة ترجع إلى متغيرات أخرى غير داخلة في النموذج.

ث. اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Durbin – Watson)

من أجل إجراء هذا الاختبار نعتمد على الفرضيتين التاليتين :

$$\begin{cases} H_0 : p = 0 & \text{عدم وجود إرتباط ذاتي للأخطاء} \\ H_1 : p \neq 0 & \text{وجود إرتباط ذاتي للأخطاء} \end{cases}$$

بالاستعانة بالجدول رقم (11.2) نستخرج قيمة (DW) والملحق رقم سبعة نستخرج كل من قيمة $(d_L \, ، \, d_U)$ حيث :

- n = 31 (عدد المشاهدات)؛
- K = 1 (عدد المتغيرات المستقلة).

ومنه $d_{L1} = 1.36$ ، $d_{U2} = 1.50$

والشكل التالي يبين مناطق قبول ورفض الاختبار :

الشكل رقم (6.2) مناطق قبول ورفض اختبار (DW)

0	d_L	d_U	2	$4-d_U$	$4-d_L$	4
P>0	?	P=0	P=0	?	P<0	
ارتباط ذاتي موجب	غير محدد	عدم وجود ارتباط	عدم وجود ارتباط	غير محدد	ارتباط ذاتي سالب	
0	1.36	1.5	2	2.5	2.64	4

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على جدول (DW)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن قيمة (DW) والتي تساوي اثنان تقع ضمن المجال $[d_U ; 4- d_U]$ أي نرفض الفرضية البديلة H_1 ونقبل فرضية العدم H_0 عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.

❖ **معادلة النموذج المقبول :**

$$\ln(MVS) = 3.592612 - 0.329334 \ln(LTDPF)$$

إرجاع المعادلة إلى الشكل غير خطي كما يلي :

$$e^{\ln(MVS)} = e^{3.592612}\, e^{-0.329334 \ln(LTDPF)}$$

$$MVS = e^{3.592612} * LTDPF^{-0.329334}$$

$$MVS = 36.32884304 * LTDPF^{-0.329334}$$

من خلال المعادلة الأخيرة نقوم بتفسير المعالم المقدرة كما يلي :

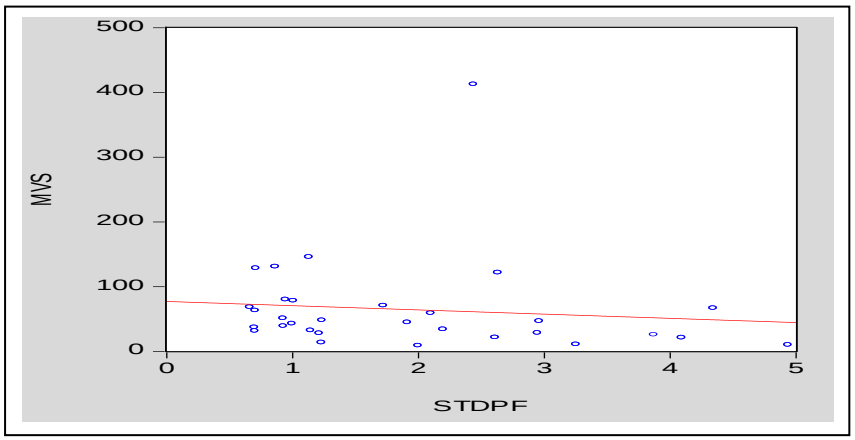
- **معلمة الحد الثابت B_0** : نلاحظ من المعادلة أن عند انعدام LTDPF فإن القيمة المقدرة لـ MVS تساوي 36.33؛
- **معلمة المتغير المستقل B_1** : نلاحظ من المعادلة أن عند زيادة LTDPF بواحد وحدة تنخفض MVS بـ 0.33 وهذا ما يدل على وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة والقيمة السوقية للأسهم.

ثالثا : تحليل نتائج الانحدار غير خطي البسيط لـ MVS بدلالة STDPF

❖ **صياغة العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم MVS ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة STDPF**

الشكل التالي يوضح التمثيل النقطي للمتغير التابع القيمة السوقية للأسهم بدلالة نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة.

الشكل رقم (7.2) التمثيل النقطي للمتغير التابع MVS بدلالة المتغير المستقل STDPF



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

من خلال الشكل أعلاه يتبين لنا أن العلاقة بين المتغيرين هي علاقة أسية وليست خطية لأنها لم تأخذ شكل خط مستقيم بل أخذت شكل قطع مكافئ، لذلك سيتم تقدير أكبر عدد من النماذج، ثم نختار النموذج الأحسن بناءا على المعايير الإحصائية المذكورة سابقا.

والجدول التالي يلخص أهم المعادلات التي يمكن أن تعطي أحسن تمثيل وقدرة تفسير بين المتغير التابع MVS والمتغير المستقل STDPF.

الجدول رقم (12.2) المعادلات المقترحة لتمثيل العلاقة بين MVS وSTDPF

رقم المعادلة	صيغة المعادلة	المعالم المقدرة		المعنوية الكلية	$\bar{R}^2$	DW
		Prob B_0	Prob B_1	Prob F		
1	$\ln(MVS)=B_0+B_1 STDPF$	0.000	0.056	0.056	0.09	1.97
2	$\ln(MVS)=B_1 STDPF$	-	0.000	-	-7.31	1.59
3	$MVS=B_0+B_1 \ln(STDPF)$	0.0003	0.71	0.71	-0.03	2.26
4	$MVS=B_1 \ln(STDPF)$	-	0.047	-	-0.56	1.90
5	$\ln(MVS)=B_0+B_1 \ln(STDPF)$	0.000	0.075	0.075	0.074	1.97
6	$\ln(MVS)=B_1 \ln(STDPF)$	-	0.0019	-	-14.78	0.80

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (2) (5) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

من الجدول رقم (12.2) يتضح لنا أنه لا يوجد تأثير لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة STDPF على القيمة السوقية للأسهم MVS وهذا لعدم توفرها على معايير المفاضلة المذكورة سابقا.

الفرع الرابع : دراسة كفاءة سوق باريس عند المستوى الضعيف

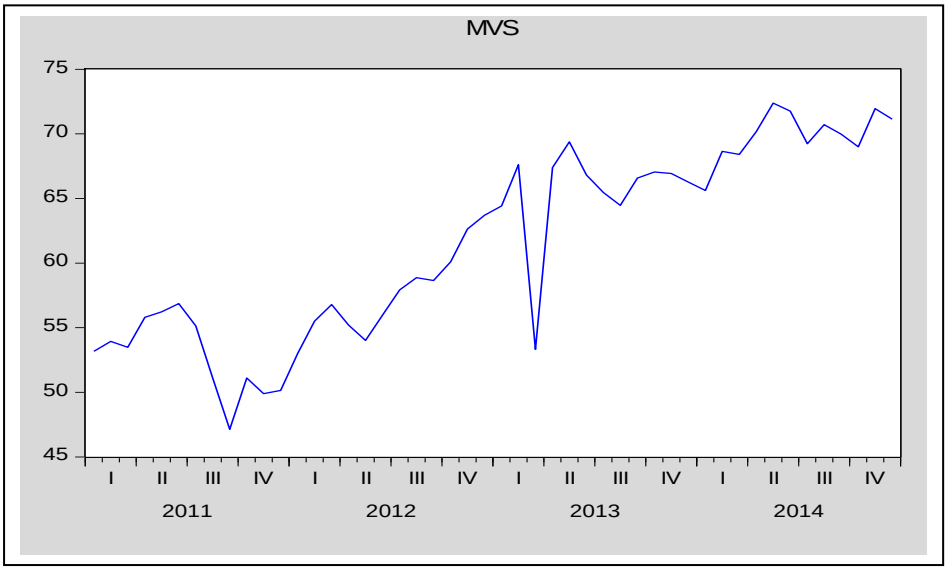
سنحاول من خلال هذا الفرع اختبار كفاءة سوق باريس عند المستوى الضعيف وذلك من خلال دراسة أسعار أسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 والمعبر عنها بسعر الإغلاق، يقوم هذا الاختبار على مدى وجود حركة عشوائية لأسعار الأسهم، ولتأكد من هذا لابد من عرض بعض الاختبارات الخاصة بالاستقرارية.

أولا : اختبار استقرارية سلسلة أسعار الإغلاق مؤشر CAC40

1- عرض تطور مؤشر CAC40 للفترة (2011- 2014)

نعرض هنا تطور مؤشر CAC40 خلال الفترة المدروسة كما هو مبين في الشكل التالي :

الشكل رقم (8.2) تطور مؤشر CAC40 للفترة (شهرية) (2011- 2014)



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تطور مؤشر CAC40 في تذبذب ما بين الفترة (2011- 2013)، أما بعد سنة 2013 نلاحظ هناك تزايد في المؤشر وهو ما يدل على وجود اتجاه عام للسلسلة، حيث بلغت أقصى قيمة له بـ 72.38267 وأدنى قيمة له بـ 47.12667 وانحراف معياري قدر بـ 7.369278.

2- دراسة الارتباط الذاتي للسلسلة المدروسة

هو اختبار بسيط يتم تقديمه جاهزا من طرف البرنامج الإحصائي EVIEWS، نستطيع من خلاله معرفة ما إذا كانت السلسلة محل الدراسة مستقرة أم لا كما هو مبين في الجدول التالي :

الجدول رقم (13.2) دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة مؤشر CAC40 للفترة (2011- 2014)

Date: 03/30/16 Time: 10:47
Sample: 2011M01 2014M12
Included observations: 48

Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
. |****** |	. |****** |	1	0.857	0.857	37.525	0.000
. |****** |	. |** |	2	0.794	0.222	70.395	0.000
. |***** |	. |*. |	3	0.757	0.150	101.00	0.000
. |***** |	. | . |	4	0.716	0.042	128.94	0.000
. |***** |	. | . |	5	0.682	0.042	154.89	0.000
. |***** |	. | . |	6	0.638	-0.029	178.11	0.000
. |**** |	.*| . |	7	0.577	-0.094	197.62	0.000
. |**** |	.*| . |	8	0.514	-0.101	213.45	0.000
. |*** |	.*| . |	9	0.448	-0.097	225.81	0.000
. |*** |	. | . |	10	0.390	-0.053	235.44	0.000
. |** |	**| . |	11	0.295	-0.210	241.07	0.000
. |** |	. | . |	12	0.228	-0.049	244.54	0.000
. |*. |	. | . |	13	0.170	-0.024	246.52	0.000
. |*. |	. | . |	14	0.117	0.019	247.49	0.000
. |*. |	. |*. |	15	0.083	0.079	247.99	0.000
. | . |	. | . |	16	0.036	0.021	248.09	0.000
. | . |	.*| . |	17	-0.039	-0.105	248.21	0.000
. | . |	. |*. |	18	-0.052	0.146	248.42	0.000
.*| . |	.*| . |	19	-0.109	-0.115	249.41	0.000
.*| . |	**| . |	20	-0.201	-0.272	252.86	0.000

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

نلاحظ من خلال الجدول أن معاملات دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي كلها خارج مجال الثقة، والخروج عن مجال الثقة يعني الاختلاف معنويا عن الصفر عند نسبة مجازفة 0.05 ومنه فالسلسلة غير مستقرة، وهذا ما يمكن استخلاصه من خلال احتمال كل معامل الذي لم يبلغ 0.05 بالنسبة لجميع المعاملات، أو من خلال إحصائية Ljung- Box التي بلغت قيمتها Q= 252.86 عند h= 20 وهي أكبر من إحصائية $X^2_{0.05,20}$= 25 ومنه نرفض H_0 فرضية انعدام معاملات الارتباط الذاتي ونقبل H_1 فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي، وبالنظر إلى معاملات الارتباط الذاتي البسيط والجزئي نلاحظ أنها لا تختلف معنويا عن الصفر ما عدا المعامل الأول.

3- اختبار (1981) ديكي فولر المطور (ADF)

يقوم اختبار ADF على اختبار المعنوية الإحصائية المقدرة للنماذج التالية المحسوبة بطريقة المربعات الصغرى العادية والجدول التالي يبين نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم (14.2) نتائج اختبار ADF

Null Hypthesis : MVS has a unit root **Lag length : maxlag =9**		
Text ADF	**t statistic**	**Prob**
M (4)	1.284864	0.9474
M (5)	-0.702234	0.8358
M (6)	-4.431564	0.0049

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (6) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

نلاحظ من خلال الجدول أن احتمال نتائج مقدرات النماذج الثلاثة لاختبار ADF أكبر من 0.05 ماعدا النموذج السادس نلاحظ أنه أقل من 0.05 ومنه نقبل H_0 ونرفض H_1 أي هناك جدر وحدوي للسلسلة وهي غير مستقرة.

4- اختبار (1988) فليب بيرون (PP)

يقوم هذا الاختبار على التصحيح غير المعلمي لإحصائيات DF وذلك من أجل تجاوز مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية مع الأخذ في الحسبان إلغاء التحيزات الناجمة عن المميزات الخاصة بالتذبذبات العشوائية والجدول التالي يبين نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم (15.2) نتائج اختبارPP

Null Hypthesis : MVS has a unit root **Bandwidth : usig Bartlett Kernel**		
Text PP	**t statistic. Adj**	**Prob**
M (1)	1.865854	0.9838
M (2)	-1.178661	0.6760
M (3)	-4.389531	0.0055

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (6) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

نلاحظ من خلال الجدول أن احتمال نتائج مقدرات النماذج الثلاثة لاختبار PP أكبر من 0.05 ماعدا النموذج الثالث نلاحظ أنه أقل من 0.05 ومنه نقبل H_0 ونرفض H_1 أي هناك جدر وحدوي للسلسلة وهي غير مستقرة.

5- اختبار (1992) KPSS

اقترح كل من Kwiatkowski - Phillips – Schmidt – Shin في سنة 1992 نموذج باستخدام مضاعف لاغرانج IM، حيث يختبر هذا النموذج استقرارية السلاسل الزمنية والجدول التالي يبين نتائج هذا الاختبار :

الجدول رقم (16.2) نتائج اختبار KPSS

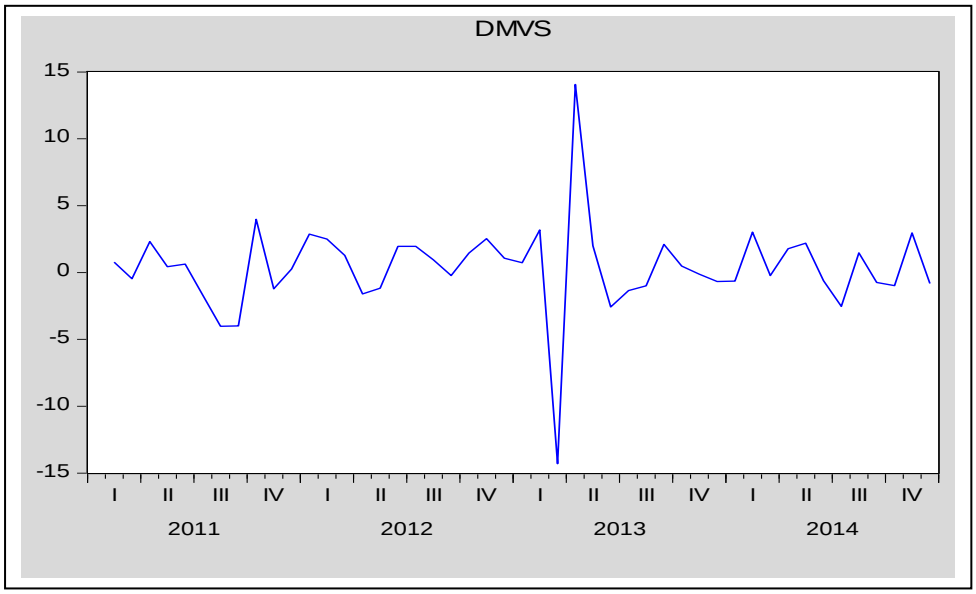
Null Hypthesis : MVS is stationary **Bandwidth : usig Bartlett Kernel**		
Text KPSS	**LM stat**	**Valeur critique a 5%**
M (2)	0.840874	0.463
M (3)	0.096399	0.146

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (6) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة الحرجة لـ LM أكبر من القيمة الحرجة عند 0.05 بالنسبة لنموذج الثاني وأقل من القيمة الحرجة عند 0.05 بالنسبة لنموذج الثالث ومنه نقبل H_0 ونرفض H_1 أي السلسلة غير مستقرة.

نلاحظ من خلال الاختبارات السابقة أن جميع النتائج المتوصل إليها تبين أن مؤشر CAC40 للفترة (2011- 2014) ليست مستقرة وأن الأسعار تتحدد عشوائيا، ولتأكد من ذلك نقوم بدراسة سلسلة الفروقات من الدرجة الأولى.

الشكل رقم (9.2) التمثيل البياني لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر CAC40 للفترة (2011- 2014)



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

نلاحظ من خلال التمثيل البياني لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى لمؤشر CAC40 أنها مستقرة، حيث أنها تدور حول الصفر إلا أن تباينها غير ثابت، ولتأكد من ذلك نقوم باختبار الاستقرارية بالاعتماد على اختبار PP حيث نتائجه ملخصة في الجدول التالي :

الجدول رقم (17.2) نتائج اختبار PP لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى

Null Hypthesis : D (MVS) has a unit root **Bandwidth : usig Bartlett Kernel**		
Text PP	**t statistic. Adj**	**Prob**
M (1)	-11.32011	0.0000
M (2)	-14.50151	0.0000
M (3)	-14.77545	0.0000

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (6) والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

نلاحظ من خلال الجدول أن احتمال نتائج مقدرات النماذج الثلاثة بالنسبة لاختبار PP أقل من 0.05 ومنه نرفض H_0 ونقبل H_1 أي ليس هناك جذر وحدوي للسلسلة وهي مستقرة، وهذه النتيجة مؤكدة من قبل بقية الاختبارات السابقة.

ثانيا : اختبار كفاءة سوق باريس عند المستوى الضعيف

لاختبار كفاءة سوق باريس سنعتمد على اختبار BDS الذي اقترح من قبل Brock, Dechert and Scheinkman سنة 1987، إذ يعد اختبارا غير معلمي يعتمد على تكامل الارتباط، بحيث يختبر قابلية السلسلة الزمنية للتنبؤ على المدى القصير، أي يدرس طبيعة الصدمات الخارجية التي تطرأ على الأسواق المالية.

إذا كانت إحصائية BDS أكبر من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي 1.96، فإننا نرفض H_0 فرضية عدم الارتباط بين المشاهدات ونقبل H_1 فرضية الارتباط بين المشاهدات التي تدل على عدم كفاءة السوق، أما إذا كانت إحصائية BDS أقل من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي 1.96، فإننا نقبل H_0 ونرفض H_1 وهذا يدل على أن السوق كفء[47]، والجدول التالي يبين نتائج هذا الاختبار :

[47] محمد شيخي، **طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 223- 225.

الجدول رقم (18.2) نتائج اختبار BDS

BDS Test for MVS01
Date: 03/30/16 Time: 20:33
Sample: 2011M01 2014M12
Included observations: 48

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.134388	0.005919	22.70360	0.0000
3	0.217682	0.009457	23.01785	0.0000
4	0.272300	0.011316	24.06233	0.0000
5	0.298154	0.011852	25.15698	0.0000
6	0.306842	0.011485	26.71603	0.0000

Raw epsilon	12.39240		
Pairs within epsilon	1622.000	V-Statistic	0.703993
Triples within epsilon	57054.00	V-Statistic	0.515896

Dimension	C(m,n)	c(m,n)	C(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))	c(1,n-(m-1))^k
2	681.0000	0.629972	761.0000	0.703978	0.495585
3	599.0000	0.578744	737.0000	0.712077	0.361062
4	530.0000	0.535354	709.0000	0.716162	0.263054
5	469.0000	0.495772	684.0000	0.723044	0.197617
6	416.0000	0.460687	661.0000	0.732004	0.153845

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي EVIEWS9.0

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن إحصائية BDS من أجل كل بعد 2، 3، 4، 5، 6 هي : 22.70360، 23.01785، 24.06233، 25.15698، 26.71603 على الترتيب أكبر من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي 1.96، أي نقبل H_1 فرضية الارتباط بين المشاهدات ونرفض H_0 فرضية عدم الارتباط بين المشاهدات والتي تعني أن سلسلة أسعار إغلاق مؤشر CAC40 قابلة للتنبؤ على المدى القصير، وهو ما يدل على عدم كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

المطلب الثاني : تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

إن النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها مكنتنا من معرفة أي من متغيرات سياسة الاستدانة التي أثرت على القيمة السوقية للأسهم، ولفهم النتائج المتوصل إليها أكثر سنحاول من خلال هذا المطلب تحليل ومناقشة النتائج اقتصاديا بطريقة متسلسلة وفق الأسئلة المطروحة في المقدمة.

لقد حاولنا من خلال هذه الدراسة معرفة مدى تأثير سياسة الاستدانة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 للفترة (2011- 2014)، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة اعتمدت الباحثة على عدة نماذج واختيار نموذج

الانحدار غير الخطي باعتباره النموذج الأمثل الذي يحقق هدف هذه الدراسة المتمثل في تعظيم القيمة السوقية للأسهم، لذلك يمكن تحليل نتائج الدراسة الإحصائية كما يلي :

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة والقيمة السوقية للأسهم، ذلك لأن زيادة الديون يساهم في تخفيض أرباح الشركة أي أن تكلفة الديون أعلى من الأرباح المحققة من استخدام واستثمار هذا الدين في الشركة هذا ما يؤثر سلبا على قيمة الشركة، كما يمكن إرجاع ذلك أن عند زيادة الديون تزيد من احتمال عدم القدرة على السداد وبالتالي زيادة المخاطر المالية لشركة، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق المالي، تتفق هذه النتيجة مع دراسة علي بن الضب 2009 التي أثبتت وجود علاقة طردية بين الديون والقيمة السوقية للأسهم، كما تتنافى هذه النتيجة مع دراسة حامد أحمد محمود المحادين 2010 الذي توصل إلى عدم وجود علاقة بين الديون والقيمة السوقية للأسهم.

كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة ويمكن تفسير ذلك كما يلي :

بينت نتائج الدراسة التطبيقية وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل والقيمة السوقية للأسهم، يمكن تفسير ذلك أن الديون الطويلة تستهلك السيولة بسبب ارتفاع قيمة الدفعات، أيضا يستمر هذا التسديد للدفعات لفترات طويلة وهذا ما يؤثر سلبا على قيمة الشركة وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها السوقية، تتفق هذه النتيجة مع دراسة علي بن الضب 2009.

كذلك بينت نتائج الدراسة التطبيقية عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة والقيمة السوقية للأسهم، يمكن إرجاع ذلك إلى أن هناك متغيرات أخرى لم تأخذ بعين الاعتبار في النموذج، تتنافى هذه النتيجة مع دراسة علي بن الضب 2009 التي أثبتت وجود علاقة بين الديون قصيرة الأجل والقيمة السوقية للأسهم.

من خلال اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية السابقة والمطبقة على سلسلة أسعار إغلاق مؤشر CAC40 للفترة (2011/01- 2014/12) تم التوصل إلى أن للسلسلة جذر وحدوي فهي غير مستقرة، أي أن الأسعار تتحدد عشوائيا والمردودية عشوائية، وبالاعتماد على اختبار BDS فإن سوق باريس غير كفء عند المستوى الضعيف، وهذا ما يفسر وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الاستدانة التي تعتبر كمعلومات مالية وبين القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، تفسر الباحثة هذه النتيجة إلى أن المستثمرين تنصرف اهتماماتهم إلى التحليل الفني، لذلك تلعب المؤشرات التاريخية لشركات (أسعار الإغلاق، حجم التداول، أعلى سعر وأدنى سعر، بالإضافة إلى المعلومات المالية المستخرجة من القوائم المالية) دورا في تحديد أسعار أسهمها في السوق، تتنافى هذه النتيجة مع دراسة علي بن الضب 2009 الذي اعتمد فقط على اختبارات الاستقرارية في اختبار الكفاءة وتوصل إلى أن سوق الكويت كفء عند المستوى الضعيف الذي ساهم في زيادة قيمة الشركة.

خلاصة

شهدت الأسواق المالية في فرنسا وبالأخص بورصة باريس تطورا كبيرا بفعل الإصلاحات التي شرعت البلاد في تطبيقها والتي كانت تهدف بشكل أساسي إلى رفع القدرة التنافسية للشركات الفرنسية في مواجهة الشركات الأجنبية، إذ يعتبر هذا سوق من أهم الأسواق العالمية وأحسنها من حيث تطور أداء مؤشر CAC40 الذي يضم 40 قيمة ممثلة لـ 40 شركة من أكبر الشركات الفرنسية من حيث الرسملة البورصية.

بعد إجراء الدراسة الميدانية على الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، وباستخدام نماذج الانحدار غير الخطي البسيط، اختبارات الاستقرارية واختبار BDS تم التوصل إلى وجود أثر عكسي بين الاستدانة والقيمة السوقية للأسهم، وهذا ما يفسر اعتماد الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 على الديون بشكل كبير مما أدى إلى انخفاض قيمة أسهمها، كذلك التوصل إلى أن فرضية السير العشوائي محققة وبالتالي عدم كفاءة سوق باريس عند المستوى الضعيف.

الخاتمة

أصبح الهدف الحديث للإدارة المالية هو تعظيم قيمة الشركة من خلال تعظيم القيمة السوقية للأسهم وهذا في ظل وجود أسواق تتمتع بالكفاءة، إذ تعد الديون من أهم هذه المصادر إذا أحسن المسير المالي استغلالها، لذلك جاءت هذه الدراسة لتسلط الضوء على أثر الاستدانة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 بأخذ عينة تتكون من 31 شركة مدرجة في المؤشر للفترة (2011- 2014) وذلك بعد اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف.

حيث خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج النظرية، التطبيقية واختبار الفرضيات بالإضافة إلى ذكر بعض التوصيات والآفاق.

أولا: النتائج النظرية

1- تعبر نسبة الديون عن مخاطر اعتماد الشركات على أموال الغير، رغم أهمية هذا المصدر لما قد تحققه من زيادة في الأرباح، إلا أنها تظهر أيضا قلق للمسير المالي من زيادة المخاطر بسبب الأعباء الإضافية لخدمة الدين وازدياد مخاطر العسر المالي؛

2- تلجأ الشركات إلى الديون طويلة الأجل لأغراض تمويل الاحتياجات الاستثمارية طويلة الأجل سواء في الموجودات الثابتة أو الاستثمارات الدائمة، ولكي تتمكن الشركات من الحصول عليه يجب أن تكون هناك أسواق مالية تساعد إدارة الشركة في الحصول على هذا التمويل؛

3- تلجأ المؤسسات إلى الديون قصيرة الأجل لمواجهة الاحتياجات الموسمية، كذلك تعد مصدر مكمل لعناصر تمويلية أخرى؛

4- هناك علاقة بين المعلومات المالية وأسعار الأسهم في ظل الكفاءة التي تقوم على أن الأسعار تعكس جميع المعلومات.

ثانيا : النتائج التطبيقية واختبار الفرضيات

1- بالنسبة للفرضية الأولى والمتمثلة في أنه يوجد تأثير لنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، فقد تم إثباتها وذلك من خلال وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة والقيمة السوقية للأسهم عند مستوى معنوية 0.05، حيث كلما ارتفعت نسبة إجمالي الديون في الشركة بوحدة واحدة أدى ذلك إلى انخفاض قيمة أسهمها بـ 0.47؛

2- بالنسبة للفرضية الثانية والمتمثلة في أنه يوجد تأثير لنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، فقد تم إثباتها وذلك من خلال وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة والقيمة السوقية للأسهم عند مستوى معنوية 0.05، حيث كلما ارتفعت نسبة الديون طويلة الأجل في الشركة بوحدة واحدة أدى ذلك إلى انخفاض قيمة أسهمها بـ 0.33؛

3- بالنسبة للفرضية الثالثة والمتمثلة في أنه يوجد تأثير لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، فقد تم نفيها وذلك من خلال عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة والقيمة السوقية للأسهم عند مستوى معنوية 0.05؛

4- بالنسبة للفرضية الرابعة والمتمثلة في أن سوق باريس كفء عند المستوى الضعيف، فقد تم نفيها من خلال نتائج الدراسة التي بينت أن الأسعار قابلة لتنبؤ على المدى القصير ومنه فإن سوق باريس غير كفء عند المستوى الضعيف.

ثالثا : الاقتراحات والتوصيات

بناءا على النتائج المتوصل إليها في الدراسة نلخص جملة من الاقتراحات والتوصيات والمتمثلة فيما يلي :

1- التخفيض من معدلات الفائدة أو إلغائها لأنها سبب في زيادة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات؛

2- يتعين على المؤسسات الاقتصادية الاطلاع أكثر والعمل على استغلال مختلف الجوانب المتعلقة بالهيكل المالي، وهذا من أجل تحسين أدائها على مختلف الأصعدة والاعتماد أكثر على التنويع في الطرق التمويلية خاصة في ظل المنافسة الشديدة؛

3- يفضل على المؤسسات الاستخدام التدريجي للديون وهذا لضمان أثار إيجابية على قيمة المؤسسة؛

4- على المؤسسات استخدام الأرباح المحتجزة في حالة توفرها قبل اللجوء إلى الديون لأن تكلفة الأولى أقل من تكلفة الثانية؛

5- العمل على إتباع سياسة معتدلة في عملية التمويل بحيث يتم الاعتماد على الديون قصيرة الأجل لتمويل الأصول المتداولة والديون طويلة الأجل لتمويل الأصول الدائمة وذلك لتحقيق مبدأ التغطية في المؤسسة إلى أن يرفع من قيمة المؤسسة ومن ثم رفع قيمة معدل العائد على الأموال المستثمرة فيها؛

رابع : آفاق الدراسة

من أجل التوسع أكثر في مواضيع التسيير المالي عامة والهيكل المالي خاصة وجب علينا ذكر مجموعة من المواضيع كإشكاليات لدراسات لاحقة :

1- إعادة إجراء الدراسة على بورصة الجزائر؛

2- ضرورة إعادة الدراسة بنفس المتغيرات ونفس العينة في السنوات اللاحقة لتأكد من ثبات النتائج أو تغيرها؛

3- إجراء دراسة مقارنة بين الأسواق المتطورة والأسواق الناشئة؛

4- إعادة إجراء هذه الدراسة على مستوى القطاع البنكي، مع الحفاظ على نفس المتغيرات؛

5- إجراء دراسات لقياس كفاءة الأسواق عند المستوى المتوسط والقوي.

المصادر والمراجع

المراجع باللغة العربية :

الكتب :

1. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، **أساسيات في الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.

2. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، **الإدارة المالية : مدخل اتخاذ القرارات**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2004.

3. عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2002.

4. عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2004.

5. الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي : الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار وائل لنشر، عمان، الأردن، 2006.

6. سمير محمد عبد العزيز، **اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي**، الطبعة الأولى، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 1997.

7. دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

8. محمد شيخي، **طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.

9. علي عباس، **الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

10. مفلح محمد عقل، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

11. سليمان ناصر، **تطوير صيغ التمويل قصير الأجل للبنوك الإسلامية**، الطبعة الأولى، جمعية التراث، غرداية، الجزائر، 2002.

12. منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2003.

13. منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، الطبعة الثانية، منشاة المعارف، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2005.

14. عاطف وليم اندراوس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2008.

الرسائل الجامعية

رسائل دكتوراه :

15. لطرش سميرة، **كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم**، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010.

رسائل ماجستير :

16. بديدة حورية، **تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011.

17. بوربيعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2012.

18. زغود تبر، **محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.

19. شعبان محمد، **نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2010.

20. علي بن الضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.

21. ذهبية بن عبد الرحمان، دراسة **تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.

22. محمد مكاوي، **دراسة أثر تقلبات أسعار الصرف على قيمة الأسهم**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013.

رسائل ماستر :

23. عصام دادة موسى، **اختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم**، رسالة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014.

24. سمية لزغم، **أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، رسالة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012.

المجلات :

25. دادن عبد الغاني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد الرابع، 2006.

26. دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي : الإسهامات النظرية الأساسية، **مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد الرابع، 2006.

27. مليكة زغيب، سفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، **أبحاث اقتصادية وإدارية**، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، العدد 12، ديسمبر 2012.

28. مفيدة يحياوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، **مجلة العلوم الإنسانية**، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، العدد الثالث، أكتوبر 2002.

الملتقيات :

29. عاشور كتوش وعبد الغني حريري، التمويل بالائتمان الاجاري،الإكتتاب في عقوده وتقييمه مع دراسة حالة الجزائر، **سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية**، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، يومي 21- 22 نوفمبر 2006.

المراجع باللغة الأجنبية :

الكتب :

30. Alain Burlaud, Annaick Guyvarc'k, Arnaud Tauvron, **Finance manuel,** 1éme édition, Paris, 2007.
31. Pierre cabane, **l'essentiel de la finance à l'usage des managers**, 1éme édition, Paris, 2004.
32. Pierre Conso, Farouk Hemici, **Gestion financière de l'entreprise,** 9éme édition, Paris, 1999.
33. Florence Delahaye, Jaqueline Delahaye, **Finance d'entreprise manuel et applications,** 2éme édition, Paris, 2009.

المواقع الالكترونية :

34. 20/02/2016, http://www.ifcmarkets.com/ar/introduction/cfd-cac40

35. 10/03/2016, http:// fr.finance.yahoo.com

36. 13/03/2016, http://sa.investing.com/indices/france-40

37. 13/03/2016, www.euronext.com

38. 22/03/2016, http://www.medcalc.org/manual/chi-square-table.php

الملاحق

الملحق رقم (1) الشركات عينة الدراسة المدرجة في مؤشر CAC40

اسم المؤسسة	القطاع	اسم المؤسسة	القطاع
Accor	الخدمات	L'Oreal	الاستهلاك الدوري
Air Liquide	المواد الأساسية	Orange	الخدمات
Danone	الاستهلاك الدوري	Publicis Groupe	الخدمات
Carrefour	الخدمات	Pernod Ricard	الاستهلاك الدوري
Cap Gemini	التكنولوجيا	Renault	الاستهلاك الدوري
VINCI	سلع رأس المال	Safran	سلع رأس المال
Essilor International	الرعاية الصحية	Sanofi	الرعاية الصحية
Bouygues	سلع رأس المال	Compagnie de Saint Gobain	سلع رأس المال
TOTAL	الطاقة	Schneider Electric	التكنولوجيا
Valeo	الاستهلاك الدوري	Sodexo	الخدمات
Kering	الخدمات	Technip	سلع رأس المال
Lafarge Holcim	سلع رأس المال	Peugeot	الاستهلاك الدوري
Klepierre	الخدمات	Unibail Rodamco	الخدمات
Legrand	التكنولوجيا	Veolia Environnement	الخدمات
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	الاستهلاك الدوري	Vivendi	الخدمات
Compagnie Generale DES Etablissements Michelin	الاستهلاك الدوري	–	–

المصدر : 13/03/2016, http://sa.investing.com/indices/france-40

الملحق رقم (2) حساب متغيرات العينة المدروسة

المؤسسة	MVS	TDPF	LTDPF	STDPF
1	63.0703572	0.915919	0.20830505	0.70761285
2	32.525625	1.65916164	0.51142303	1.14773861
3	68.3233333	0.83894289	0.17560992	0.66333297
4	28.0160417	1.79628541	0.58097079	1.21531462
5	8.86291667	3.2263632	1.22618687	2.00017632
6	78.2472917	1.55858354	0.54930149	1.00928206
7	21.4483333	3.4497234	0.83874267	2.61098073
8	10.1389583	6.12929312	1.18913475	4.94015837
9	70.648125	2.2058292	0.4825151	1.7233141
10	48.0995834	1.82283001	0.58438867	1.2384413
11	45.006875	2.32110579	0.40570028	1.91540552
12	51.1745833	1.34214292	0.41305616	0.92908676
13	34.1879167	2.86512406	0.66736892	2.19775515
14	412.480417	3.36680187	0.92459574	2.44220614
15	10.8385417	4.64661021	1.39198244	3.25462777
16	13.6991667	1.71297858	0.4803918	1.23258677
17	37.1458333	0.9077149	0.20761146	0.70010343
18	21.171875	5.35620135	1.26298211	4.09321925
19	130.921458	1.14203452	0.27729268	0.86474185
20	31.5583334	1.16688206	0.46354781	0.70333425
21	128.570833	0.39825129	0.225832	0.712418
22	80.24	1.607176	0.660356	0.94682
23	66.8166667	6.954958	2.611714	4.343243
24	145.77	2.079868	0.947873	1.131994
25	59.0566667	2.35034	0.249271	2.101069
26	121.815833	2.647134	0.0135222	2.633612
27	28.6166667	5.367464	2.418181	2.949282
28	39	1.463281	0.533046	0.930235
29	42.9408333	1.496017	0.498223	0.997793
30	46.8966667	4.118307	1.155083	2.963223
31	25.77	4.861631	0.988239	3.873392

الملحق رقم (3) اختبارات نماذج MVS بدلالة TDPF

Dependent Variable: LNMVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 09:48
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TDPF	0.972784	0.141238	6.887539	0.0000

R-squared	-7.466315	Mean dependent var	3.797085
Adjusted R-squared	-7.466315	S.D. dependent var	0.845234
S.E. of regression	2.459373	Akaike info criterion	4.669416
Sum squared resid	181.4554	Schwarz criterion	4.715674
Log likelihood	-71.37595	Hannan-Quinn criter.	4.684495
Durbin-Watson stat	1.649270		

Dependent Variable: LNMVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 09:48
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.265846	0.268266	15.90153	0.0000
TDPF	-0.177702	0.085778	-2.071659	0.0473

R-squared	0.128914	Mean dependent var	3.797085
Adjusted R-squared	0.098876	S.D. dependent var	0.845234
S.E. of regression	0.802360	Akaike info criterion	2.459822
Sum squared resid	18.66967	Schwarz criterion	2.552338
Log likelihood	-36.12725	Hannan-Quinn criter.	2.489980
F-statistic	4.291771	Durbin-Watson stat	1.917949
Prob(F-statistic)	0.047297		

Dependent Variable: MVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 09:49
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTDPF	43.38202	15.75943	2.752766	0.0099

R-squared	-0.423024	Mean dependent var	64.61483
Adjusted R-squared	-0.423024	S.D. dependent var	74.25392
S.E. of regression	88.57794	Akaike info criterion	11.83737
Sum squared resid	235381.5	Schwarz criterion	11.88363
Log likelihood	-182.4792	Hannan-Quinn criter.	11.85245
Durbin-Watson stat	2.142679		

Dependent Variable: MVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 09:49
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	73.98281	20.69996	3.574055	0.0013
LNTDPF	-12.22938	20.50526	-0.596402	0.5555

R-squared	0.012117	Mean dependent var	64.61483
Adjusted R-squared	-0.021948	S.D. dependent var	74.25392
S.E. of regression	75.06437	Akaike info criterion	11.53691
Sum squared resid	163405.1	Schwarz criterion	11.62943
Log likelihood	-176.8221	Hannan-Quinn criter.	11.56707
F-statistic	0.355696	Durbin-Watson stat	2.226699
Prob(F-statistic)	0.555534		

Dependent Variable: LNMVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 09:51
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNTDPF	2.655835	0.509015	5.217601	0.0000

R-squared	-10.457142	Mean dependent var	3.797085
Adjusted R-squared	-10.457142	S.D. dependent var	0.845234
S.E. of regression	2.860983	Akaike info criterion	4.971934
Sum squared resid	245.5567	Schwarz criterion	5.018192
Log likelihood	-76.06498	Hannan-Quinn criter.	4.987013
Durbin-Watson stat	1.219649		

Dependent Variable: LNMVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 09:50
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.155283	0.220268	18.86469	0.0000
LNTDPF	-0.467608	0.218196	-2.143066	0.0406

R-squared	0.136718	Mean dependent var	3.797085
Adjusted R-squared	0.106950	S.D. dependent var	0.845234
S.E. of regression	0.798758	Akaike info criterion	2.450823
Sum squared resid	18.50241	Schwarz criterion	2.543338
Log likelihood	-35.98776	Hannan-Quinn criter.	2.480981
F-statistic	4.592730	Durbin-Watson stat	1.902909
Prob(F-statistic)	0.040629		

الملحق رقم (4) اختبارات نماذج MVS بدلالة LTDPF

Dependent Variable: LNMVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 10:07
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LTDPF	3.001237	0.509977	5.885043	0.0000

R-squared	-9.143561	Mean dependent var	3.797085
Adjusted R-squared	-9.143561	S.D. dependent var	0.845234
S.E. of regression	2.691983	Akaike info criterion	4.850160
Sum squared resid	217.4032	Schwarz criterion	4.896417
Log likelihood	-74.17748	Hannan-Quinn criter.	4.865239
Durbin-Watson stat	1.564465		

Dependent Variable: LNMVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 10:06
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.096572	0.240323	17.04610	0.0000
LTDPF	-0.401172	0.253486	-1.582619	0.1244

R-squared	0.079502	Mean dependent var	3.797085
Adjusted R-squared	0.047761	S.D. dependent var	0.845234
S.E. of regression	0.824803	Akaike info criterion	2.514997
Sum squared resid	19.72870	Schwarz criterion	2.607512
Log likelihood	-36.98245	Hannan-Quinn criter.	2.545154
F-statistic	2.504681	Durbin-Watson stat	1.960171
Prob(F-statistic)	0.124355		

Dependent Variable: MVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 10:21
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNLTDPF	-38.88975	13.94611	-2.788574	0.0091

R-squared	-0.415550	Mean dependent var	64.61483
Adjusted R-squared	-0.415550	S.D. dependent var	74.25392
S.E. of regression	88.34500	Akaike info criterion	11.83210
Sum squared resid	234145.2	Schwarz criterion	11.87836
Log likelihood	-182.3976	Hannan-Quinn criter.	11.84718
Durbin-Watson stat	1.561006		

Dependent Variable: MVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 10:13
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	57.63107	16.01154	3.599346	0.0012
LNLTDPF	-11.24838	14.07294	-0.799291	0.4306

R-squared	0.021555	Mean dependent var	64.61483
Adjusted R-squared	-0.012184	S.D. dependent var	74.25392
S.E. of regression	74.70493	Akaike info criterion	11.52731
Sum squared resid	161843.9	Schwarz criterion	11.61983
Log likelihood	-176.6733	Hannan-Quinn criter.	11.55747
F-statistic	0.638866	Durbin-Watson stat	2.221877
Prob(F-statistic)	0.430620		

Dependent Variable: LNMVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 10:29
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNLTDPF	-2.052444	0.498648	-4.116019	0.0003

R-squared	-12.966631	Mean dependent var	3.797085
Adjusted R-squared	-12.966631	S.D. dependent var	0.845234
S.E. of regression	3.158806	Akaike info criterion	5.169992
Sum squared resid	299.3417	Schwarz criterion	5.216249
Log likelihood	-79.13487	Hannan-Quinn criter.	5.185071
Durbin-Watson stat	0.636456		

Dependent Variable: LNMVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 10:28
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.592612	0.170614	21.05699	0.0000
LNLTDPF	-0.329334	0.149957	-2.196192	0.0362

R-squared	0.142602	Mean dependent var	3.797085
Adjusted R-squared	0.113036	S.D. dependent var	0.845234
S.E. of regression	0.796031	Akaike info criterion	2.443984
Sum squared resid	18.37630	Schwarz criterion	2.536499
Log likelihood	-35.88175	Hannan-Quinn criter.	2.474142
F-statistic	4.823257	Durbin-Watson stat	1.998683
Prob(F-statistic)	0.036225		

الملحق رقم (5) اختبارات نماذج MVS بدلالة STDPF

Dependent Variable: LNMVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 10:36
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
STDPF	1.357161	0.194010	6.995319	0.0000

R-squared	-7.305826	Mean dependent var	3.797085
Adjusted R-squared	-7.305826	S.D. dependent var	0.845234
S.E. of regression	2.435951	Akaike info criterion	4.650278
Sum squared resid	178.0157	Schwarz criterion	4.696536
Log likelihood	-71.07931	Hannan-Quinn criter.	4.665357
Durbin-Watson stat	1.593508		

Dependent Variable: LNMVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 10:32
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.255224	0.271989	15.64483	0.0000
STDPF	-0.240015	0.120611	-1.989993	0.0561

R-squared	0.120148	Mean dependent var	3.797085
Adjusted R-squared	0.089808	S.D. dependent var	0.845234
S.E. of regression	0.806387	Akaike info criterion	2.469836
Sum squared resid	18.85756	Schwarz criterion	2.562351
Log likelihood	-36.28246	Hannan-Quinn criter.	2.499994
F-statistic	3.960070	Durbin-Watson stat	1.965691
Prob(F-statistic)	0.056094		

Dependent Variable: MVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 10:38
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNSTDPF	45.13992	21.76280	2.074178	0.0467

R-squared	-0.558908	Mean dependent var	64.61483
Adjusted R-squared	-0.558908	S.D. dependent var	74.25392
S.E. of regression	92.71067	Akaike info criterion	11.92857
Sum squared resid	257858.0	Schwarz criterion	11.97483
Log likelihood	-183.8928	Hannan-Quinn criter.	11.94365
Durbin-Watson stat	1.895415		

Dependent Variable: MVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 10:37
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	68.33674	16.86344	4.052362	0.0003
LNSTDPF	-8.152425	22.04002	-0.369892	0.7142

R-squared	0.004696	Mean dependent var	64.61483
Adjusted R-squared	-0.029625	S.D. dependent var	74.25392
S.E. of regression	75.34578	Akaike info criterion	11.54439
Sum squared resid	164632.6	Schwarz criterion	11.63691
Log likelihood	-176.9381	Hannan-Quinn criter.	11.57455
F-statistic	0.136820	Durbin-Watson stat	2.262042
Prob(F-statistic)	0.714151		

Dependent Variable: LNMVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 10:41
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNSTDPF	2.678588	0.788127	3.398674	0.0019

R-squared	-14.778595	Mean dependent var	3.797085
Adjusted R-squared	-14.778595	S.D. dependent var	0.845234
S.E. of regression	3.357464	Akaike info criterion	5.291975
Sum squared resid	338.1769	Schwarz criterion	5.338233
Log likelihood	-81.02561	Hannan-Quinn criter.	5.307054
Durbin-Watson stat	0.795775		

Dependent Variable: LNMVS
Method: Least Squares
Date: 03/22/16 Time: 10:39
Sample: 1 31
Included observations: 31

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.997409	0.182029	21.96027	0.0000
LNSTDPF	-0.438788	0.237907	-1.844370	0.0754

R-squared	0.104985	Mean dependent var	3.797085
Adjusted R-squared	0.074123	S.D. dependent var	0.845234
S.E. of regression	0.813306	Akaike info criterion	2.486922
Sum squared resid	19.18252	Schwarz criterion	2.579437
Log likelihood	-36.54729	Hannan-Quinn criter.	2.517079
F-statistic	3.401700	Durbin-Watson stat	1.969580
Prob(F-statistic)	0.075367		

الملحق رقم (6) نتائج اختبارات الاسقرارية

1- نتائج اختبار ADF

Null Hypothesis: MVS has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		1.284864	0.9474
Test critical values:	1% level	-2.617364	
	5% level	-1.948313	
	10% level	-1.612229	

Null Hypothesis: MVS has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.702234	0.8358
Test critical values:	1% level	-3.584743	
	5% level	-2.928142	
	10% level	-2.602225	

Null Hypothesis: MVS has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.431564	0.0049
Test critical values:	1% level	-4.165756	
	5% level	-3.508508	
	10% level	-3.184230	

2- نتائج اختبار PP

Null Hypothesis: MVS has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 15 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		1.865854	0.9838
Test critical values:	1% level	-2.615093	
	5% level	-1.947975	
	10% level	-1.612408	

تابع للملحق رقم (6)

Null Hypothesis: MVS has a unit root				
Exogenous: Constant				
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-1.178661	0.6760
Test critical values:	1% level		-3.577723	
	5% level		-2.925169	
	10% level		-2.600658	

Null Hypothesis: MVS has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-4.389531	0.0055
Test critical values:	1% level		-4.165756	
	5% level		-3.508508	
	10% level		-3.184230	

3- نتائج اختبار KPSS

Null Hypothesis: MVS is stationary			
Exogenous: Constant			
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			
			LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic			0.840874
Asymptotic critical values*:	1% level		0.739000
	5% level		0.463000
	10% level		0.347000

Null Hypothesis: MVS is stationary			
Exogenous: Constant, Linear Trend			
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			
			LM-Stat.
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic			0.096399
Asymptotic critical values*:	1% level		0.216000
	5% level		0.146000
	10% level		0.119000

تابع للملحق رقم (6)

4- نتائج اختبار PP لسلسلة الفروقات من الدرجة الأولى

Null Hypothesis: D(MVS) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 8 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-11.32011	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.616203	
	5% level	-1.948140	
	10% level	-1.612320	

Null Hypothesis: D(MVS) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 14 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-14.50151	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.581152	
	5% level	-2.926622	
	10% level	-2.601424	

Null Hypothesis: D(MVS) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 15 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

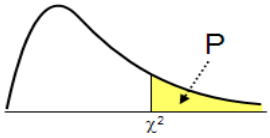
		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-14.77545	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.170583	
	5% level	-3.510740	
	10% level	-3.185512	

الملحق رقم (7)جدول توزيع (Durbin – Watson)

N	k = 1		k =2		k = 3		k = 4		k = 5	
	d_L	d_U	d_L	d_U	d_L	d_U	d_L	d_U	d_L	d_U
15	1.08	1.36	0.95	1.54	0.82	1.75	0.69	1.97	0.56	2.21
16	1.10	1.37	0.98	1.54	0.82	1.73	0.74	1.93	0.62	2.15
17	1.13	1.38	1.02	1.54	0.90	1.71	0.78	1.90	0.67	2.10
18	1.16	1.39	1.05	1.53	0.93	1.69	0.82	1.87	0.71	2.06
19	1.18	1.40	1.08	1.53	0.97	1.68	0.86	1.85	0.75	2.02
20	1.20	1.41	1.10	1.54	1.00	1.68	0.90	1.83	0.79	1.99
21	1.22	1.42	1.13	1.54	1.03	1.67	0.93	1.81	0.83	1.96
22	1.24	1.43	1.15	1.54	1.05	1.66	0.96	1.80	0.86	1.94
23	1.26	1.44	1.17	1.54	1.08	1.66	0.99	1.79	0.90	1.92
24	1.27	1.45	1.19	1.55	1.10	1.66	1.01	1.78	0.93	1.90
25	1.29	1.45	1.21	1.55	1.12	1.66	1.04	1.77	0.95	1.89
26	1.30	1.46	1.22	1.55	1.14	1.65	1.06	1.76	0.98	1.88
27	1.32	1.47	1.24	1.56	1.16	1.65	1.08	1.76	1.01	1.86
28	1.33	1.48	1.26	1.56	1.18	1.65	1.10	1.75	1.03	1.85
29	1.34	1.48	1.27	1.56	1.20	1.65	1.12	1.74	1.05	1.84
30	1.35	1.49	1.28	1.57	1.21	1.65	1.14	1.74	1.07	1.83
31	1.36	1.50	1.30	1.57	1.23	1.65	1.16	1.74	1.09	1.83
32	1.37	1.50	1.31	1.57	1.24	1.65	1.18	1.73	1.11	1.82
33	1.38	1.51	1.32	1.58	1.26	1.65	1.19	1.73	1.13	1.81

المصدر : محمد شيخي، **طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات**، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 413.

الملحق رقم (8) جدول توزيع كاي دوا



	P										
DF	**0.995**	**0.975**	**0.20**	**0.10**	**0.05**	**0.025**	**0.02**	**0.01**	**0.005**	**0.002**	**0.001**
1	0.0000393	0.000982	1.642	2.706	3.841	5.024	5.412	6.635	7.879	9.550	10.828
2	0.0100	0.0506	3.219	4.605	5.991	7.378	7.824	9.210	10.597	12.429	13.816
3	0.0717	0.216	4.642	6.251	7.815	9.348	9.837	11.345	12.838	14.796	16.266
4	0.207	0.484	5.989	7.779	9.488	11.143	11.668	13.277	14.860	16.924	18.467
5	0.412	0.831	7.289	9.236	11.070	12.833	13.388	15.086	16.750	18.907	20.515
6	0.676	1.237	8.558	10.645	12.592	14.449	15.033	16.812	18.548	20.791	22.458
7	0.989	1.690	9.803	12.017	14.067	16.013	16.622	18.475	20.278	22.601	24.322
8	1.344	2.180	11.030	13.362	15.507	17.535	18.168	20.090	21.955	24.352	26.124
9	1.735	2.700	12.242	14.684	16.919	19.023	19.679	21.666	23.589	26.056	27.877
10	2.156	3.247	13.442	15.987	18.307	20.483	21.161	23.209	25.188	27.722	29.588
11	2.603	3.816	14.631	17.275	19.675	21.920	22.618	24.725	26.757	29.354	31.264
12	3.074	4.404	15.812	18.549	21.026	23.337	24.054	26.217	28.300	30.957	32.909
13	3.565	5.009	16.985	19.812	22.362	24.736	25.472	27.688	29.819	32.535	34.528
14	4.075	5.629	18.151	21.064	23.685	26.119	26.873	29.141	31.319	34.091	36.123
15	4.601	6.262	19.311	22.307	24.996	27.488	28.259	30.578	32.801	35.628	37.697
16	5.142	6.908	20.465	23.542	26.296	28.845	29.633	32.000	34.267	37.146	39.252
17	5.697	7.564	21.615	24.769	27.587	30.191	30.995	33.409	35.718	38.648	40.790
18	6.265	8.231	22.760	25.989	28.869	31.526	32.346	34.805	37.156	40.136	42.312
19	6.844	8.907	23.900	27.204	30.144	32.852	33.687	36.191	38.582	41.610	43.820
20	7.434	9.591	25.038	28.412	31.410	34.170	35.020	37.566	39.997	43.072	45.315
21	8.034	10.283	26.171	29.615	32.671	35.479	36.343	38.932	41.401	44.522	46.797
22	8.643	10.982	27.301	30.813	33.924	36.781	37.659	40.289	42.796	45.962	48.268
23	9.260	11.689	28.429	32.007	35.172	38.076	38.968	41.638	44.181	47.391	49.728
24	9.886	12.401	29.553	33.196	36.415	39.364	40.270	42.980	45.559	48.812	51.179
25	10.520	13.120	30.675	34.382	37.652	40.646	41.566	44.314	46.928	50.223	52.620
26	11.160	13.844	31.795	35.563	38.885	41.923	42.856	45.642	48.290	51.627	54.052
27	11.808	14.573	32.912	36.741	40.113	43.195	44.140	46.963	49.645	53.023	55.476
28	12.461	15.308	34.027	37.916	41.337	44.461	45.419	48.278	50.993	54.411	56.892
29	13.121	16.047	35.139	39.087	42.557	45.722	46.693	49.588	52.336	55.792	58.301
30	13.787	16.791	36.250	40.256	43.773	46.979	47.962	50.892	53.672	57.167	59.703

المصدر : http://www.medcalc.org/manual/chi-square-table.php, 22/03/2016

الفهرس

فهرس

العنوان	رقم الصفحة
الإهداء.....	III
الشكر.....	IV
ملخص.....	V
قائمة المحتويات.....	VI
قائمة الجداول.....	VII
قائمة الأشكال البيانية.....	VIII
قائمة المختصرات والرموز	IX
قائمة الملاحق	X
المقدمة	أ
الفصل الأول : الجانب النظري للاستدانة وقيمة الأسهم	1
تمهيد	2
المبحث الأول : الطرح النظري للاستدانة والقيمة الأسهم.....	3
المطلب الأول : المفاهيم النظرية حول قيمة الأسهم.....	3
الفرع الأول : ماهية القيمة أو السعر	3
الفرع الثاني : العوامل المؤثرة على قيمة السهم	3
المطلب الثاني : : المفاهيم النظرية حول الهيكل المالي والاستدانة	4
الفرع الأول : الهيكل المالي ومحدداته	4
الفرع الثاني : الاستدانة	6
المبحث الثاني : الدراسات السابقة	12
المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة	12
الفرع الأول : الدراسات بالغة العربية	12
الفرع الثاني : الدراسات بالغة الأجنبية	15
المطلب الثاني : مناقشة الدراسات السابقة وما يميزها عن الدراسة الحالية	16

الفرع الأول : تقييم الدراسات السابقة	16
الفرع الثاني : موقع الدراسة من الدراسات السابقة	18
خلاصة	19
الفصل الثاني : الجانب التطبيقي لدراسة أثر الاستدانة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر CAC40	20
تمهيد	21
المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة	22
المطلب الأول : الطريقة المعتمد عليها في الدراسة	22
الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة	22
الفرع الثاني : متغيرات الدراسة وكيفية قياسها	25
المطلب الثاني : مصادر البيانات والأدوات الإحصائية المعتمدة	25
الفرع الأول : مصادر البيانات.....	25
الفرع الثاني : الأدوات الإحصائية المعتمدة	26
المبحث الثاني : عرض ومناقشة نتائج الدراسة	27
المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة	27
الفرع الأول : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة	27
الفرع الثاني : تحليل نتائج الارتباط بين نسب الاستدانة والقيمة السوقية للأسهم	28
الفرع الثالث : تحليل نتائج الانحدار غير خطي البسيط لـ MVS بدلالة (TDPF، LTDPF، STDPF) ..	29
الفرع الرابع : دراسة كفاءة سوق باريس عند المستوى الضعيف	43
المطلب الثاني : تحليل ومناقشة نتائج الدراسة	48
خلاصة	50
الخاتمة	51
المصادر والمراجع	54
الملاحق	58
الفهرس	69