

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم المالية والمحاسبية

التخصص : مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة : صفاء ستو

بعنوان :

تأثير نسب السيولة ونسب المديونية على القيمة السوقية

للشركة المسعرة في البورصة

دراسة لعينة من الشركات المدرجة في سوق قطر

للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2014)

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الاستاذ /.....(الدرجة العلمية- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الاستاذ / بوضياف عبد الباقي (أستاذ محاضر- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الاستاذ /.....(الدرجة العلمية- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية : 2016/2015

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم المالية والمحاسبية

التخصص : مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة : صفاء ستو

بعنوان :

تأثير نسب السيولة ونسب المديونية على القيمة السوقية للشركة المسعرة في البورصة

دراسة لعينة من الشركات المدرجة في سوق قطر
للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2014)

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2016/05/25

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الاستاذ /عبد العزيز ميلودي.....(الدرجة العلمية- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الاستاذ / بوضيف عبد الباقي..... (أستاذ محاضر- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الاستاذ /مقدم ليلي.....(الدرجة العلمية- جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية : 2016/2015

الإهداء

أولاً وقبل كل شيء أشكر الله عز وجل على توفيقني ونجاحي في حياتي الدراسية

إلى الحبيب إلى قدوتي ومثلي الأعلى محمد عليه أفضل الصلاة وأزكى السلام

لا يسعني في هذا الموقف إلا أن أتقدم بإهداء ثمة هذا العمل إلى من قال فيهما المولى عز وجل

".....وبالوالدين إحساناً....."

إلى نور عيني وسندي في أفراحي وأحزاني ومرشدتي وناصحتي وسبب نجاحي وتوفيقني بعد المولى عز وجل

أمي الغالية

إلى من أحاطني برعايته، وأنار لي دربي وكان لي سندي وحثني على الاجتهاد والمثابر وعلمني أن الحياة كفاح

ونضال وان النجاح سبيله التضحية

أبي الغالي

إلى من تقاسمت معهم مر الحياة وحلوها على من تألموا لحزني وفرحوا لفرحي أخواتي: عبلة وإيناس ومروة وبلال

ومحمد

إلى كل من صهري عبد القادر وسفيان

إلى دفيء البيت وسعادته ابني أختي يوسف وإسلام

والى كل من ساعدني من قريب أو بعيد أشكركم على الدعم المعنوي الذي قدمتموه لي طيلة مشواري الدراسي

صفاء

الشكر

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيدنا محمد أشرف المرسلين و سيد لخلق أجمعين وعلى آله وصحبه أجمعين و على الصحابة الأكرمين و من تبعهم بإحسان إلى يوم الدين

إن أول الشكر لله الواحد جل وعلا على جميع النعم التي أنعمها علينا و على نعمة العلم خاصة و تسييره لي كل السبل لإنجاز كل هذا العمل المتواضع الذي أرجوا من الله أن يكون فيه إفادة لغيرنا و يجعلوه في ميزان حسناتنا و أن نكون أحد الاثنين الذي قال فيهم الرسول الكريم

"من اجتهد فأصاب فله أجران ومن اجتهد و لم يصب فله أجر واحد"

أتقدم بجزيل الشكر و الامتنان إلى الأستاذ المشرف "بوضياف عبد الباقي" التي لم يبخل علينا بتوجيهاته و نصائحه و التي كانت عوننا لنا في إتمام هذا العمل

وأجمل الشكر إلى الأساتذة الأفاضل " سعيد هتهات " و "بن قانة" على المساعدة و التوجيه، فجزأهم الله خيرا وزادهم علما وهدى

كما أحمد الله على رفقة لم تبخل بالنصح والعون، أخص منهم مرزوق رمضان، دلال لعجال

وإلى كل من ساندني في مسيرتي العلمية

جزاكم الله جميعا كل خير

صفاء

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة قياس تأثير "نسب السيولة" و"نسب المديونية" على "القيمة السوقية" للشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية، معبرا عنها بـ"سعر السهم السوقي"، ومن ثم تحديد أي من النسب أعلى تأثيرا. وقد شملت عينة الدراسة على مجموعة من الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية موزعة على مختلف القطاعات باستثناء قطاع التأمين و البنوك و البالغ عددها 20 مؤسسة على مدى ستة سنوات (2009 إلى 2014)، مستخدمين 10 نسب من نسب السيولة ونسب المديونية، وذلك وفق تحليل "نموذج بانل"

وقد توصلت الدراسة عند استخدام تحليل "نموذج بانل" إلى أن هناك نسبة واحدة من نسب السيولة (الأموال الدائمة إلى إجمالي الأصول المتداولة) هي التي لها تأثير على سعر السهم السوقي وبتالي القيمة السوقية، كما تأثر كل نسب المديونية المتمثلة في (إجمالي الديون إلى حقوق الملكية و الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية و تدفق خزينة الاستغلال إلى إجمالي الديون) هي التي لها تأثير على القيمة السوقية.

الكلمات المفتاحية: قيمة سوقية، سعر السهم السوقي، نسب السيولة، نسب المديونية، بورصة قطر.

Abstrac:

This study aims to attempt to measure the impact "liquidity ratios" and "leverage ratios" to "market value" of the institutions listed on the Qatar Stock Exchange, expressed as "the stock market price", and then determine which of the highest impact ratios. The study sample included a set of institutions included in the Qatar market for securities deltoid spread over different sectors with the exception of the insurance sector, banks and 20 institutions guestrooms over six years (2009 to 2014), using 10 levels of liquidity ratios and proportions of debt, according to analysis "Pannell model"

The study found when using the "model Pannell" analysis that there is only one portion of the liquidity ratios (permanent funds to non-current assets) are having an impact on the stock market price and Batalli market value, also found the study results also there three indebtedness of ratios (total debt to equity and long-term debt to equity and treasury exploitation flow to total debt) is having an impact on the stock market price and Batalli market value.

Key words: market value, the stock market price, liquidity ratios, debt ratios, the Qatar Exchange.

فهرست المحتويات

III	الإهداء.....
IV	شكر وتقدير.....
V	ملخص الدراسة.....
VI	فهرست المحتويات.....
VIII	قائمة الجداول.....
IX	قائمة الأشكال البيانية.....
IX	قائمة الملاحق.....
أ	مقدمة.....
الفصل الأول : أدبيات النظرية للدراسة (العلاقة بين قيمة الشركة ومؤشري السيولة والمديونية)	
2	تمهيد :.....
3	المبحث الأول: قيمة المؤسسة - مفاهيم أساسية-.....
4	المبحث الثاني : إدارة السيولة.....
6	المبحث الثالث : إدارة المديونية.....
8	المبحث الرابع: الدراسات السابقة
12	خلاصة الفصل.....
الفصل الثالث : الدراسة التطبيقية (تأثير نسب السيولة ونسب المديونية على قيمة الشركة)	
14	تمهيد.....
15	المبحث الأول : تقديم مجتمع وعينة الدراسة
29	المبحث الثاني : تقديم أدوات البحث.....
34	المبحث الثالث : تفسير نتائج الدراسة.....
37	خلاصة.....
39	خاتمة.....
42	قائمة المراجع.....
45	الملاحق.....

قائمة الجداول

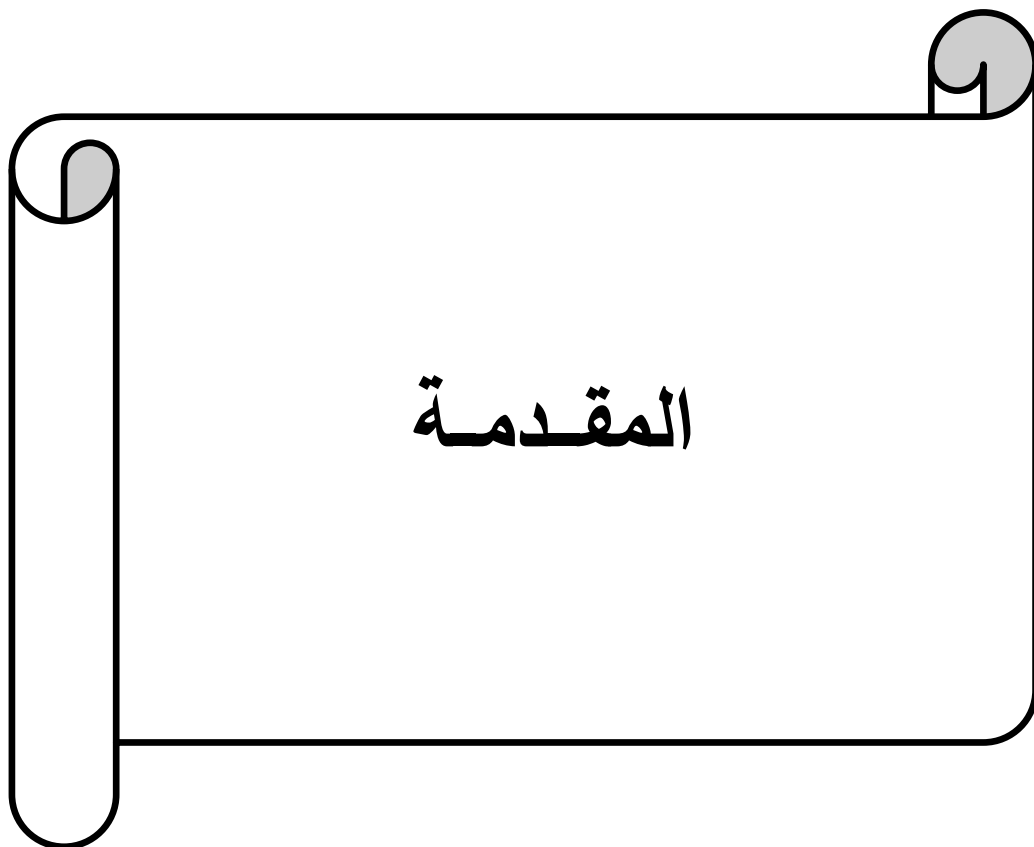
الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
18	عينة الدراسة	الجدول 1.2
19	نسب المؤسسات بحسب القطاع	الجدول 2.2
20	النسب المالية المستخدمة	الجدول 3.2
21	مصفوفة الارتباط Matrice de corrélation	الجدول 4.2
23	النتائج التقديرية للنموذج التجميعي للقيمة السوقية بدلالة السيولة	الجدول 5.2
24	النتائج التقديرية لنموذج التأثيرات الثابتة للقيمة السوقية بدلالة السيولة	الجدول 6.2
25	النتائج التقديرية لنموذج التأثيرات العشوائية للقيمة السوقية بدلالة السيولة	الجدول 7.2
26	النتائج التقديرية لنموذج LM للقيمة السوقية بدلالة السيولة	الجدول 8.2
27	عينة من اختبارات النماذج لتفسير تأثير نسب السيولة على قيمة السوقية	الجدول 9.2
28	نتائج اختبار النموذج الأمثل المختار	الجدول 10.2
29	النتائج التقديرية لنموذج التأثيرات التجميعية للقيمة السوقية بدلالة نسب المديونية	الجدول 11.2
30	النتائج التقديرية لنموذج التأثيرات الثابتة للقيمة السوقية بدلالة نسب المديونية	الجدول 12.2
31	النتائج التقديرية لنموذج التأثيرات العشوائية للقيمة السوقية بدلالة نسب والمديونية	الجدول 13.2
32	النتائج التقديرية لنموذج Hausman للقيمة السوقية بدلالة السيولة	الجدول 14.2
33	عينة من اختبارات النماذج لتفسير تأثير ونسب المديونية على القيمة السوقية	الجدول 15.2
33	نتائج اختبار النموذج الأمثل المختار	الجدول 16.2

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
16	تطور الشركات المدرجة في بورصة قطر	الشكل 1.2
17	تطور القيمة السوقية لبورصة قطر 2009 - 2014	الشكل 2.2
19	التوزيع النسبي لمؤسسات العينة حسب القطاع	الشكل 3.2

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
46	البيانات المالية الخام لعينة الدراسة	ملحق 1.2
48	النسب المالية لمؤسسات العينة	ملحق 2.2
50	القيم السوقية لمؤسسات العينة	ملحق 3.2
51	نتائج نموذج التأثيرات التجميعية	ملحق 4.2
53	نتائج نموذج التأثيرات العشوائية	ملحق 5.2



تمثل الأسواق المالية نقطة اتصال بين المستثمرين والمؤسسات، من خلال تجميع المدخرات وتحويلها لاستثمارات تنفذها هذه المؤسسات من خلال نشاطها الحقيقي، فالسوق المالية مصدر هام لرفع رأس مال المؤسسة وكذا مصدر هام للمستثمر في الحصول على المعلومات المتعلقة بنشاط المؤسسة وأدائها المالي ومحيط نشاطها.

يعتبر سعر السهم احد أهم عوامل التي تؤثر في على قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية، لذلك تستخدم النسب والمؤشرات المالية لإسقاط لاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم، إن تحديد المستثمر لأهم المؤشرات والمتغيرات المحاسبية التي يمكن الاعتماد عليها لتحديد القيم السوقية للأسهم تمثل مصدر معلومات مهمة تساعد في تقييم واختيار الأسهم لاتخاذ قرارات استثمارية سليمة، وبرغم من أن هذه المؤشرات ليست سوى أحد عوامل اختيار الأسهم، إلا أنها تعطي للمستثمرين فرصة لتقييم أداء المؤسسة وتحديد إذا ما كان يتم تداول السهم في نطاق سعر مقبول، وبشكل عام يتعين على المستثمر استخدام كل ما هو متاح من معلومات لاختيار الاتجاه الصحيح.

أن المؤسسة في النظرية الحديثة أكبر ما تهدف إليه هو تعظيم قيمتها السوقية، وللمعلومة المالية دور مفصلي في كفاءة السوق المالية من حيث جودتها وشفافيتها وتعبيرها الحقيقي عن القيمة الحقيقية للورقة المالية في السوق، تسعى المؤسسة إلى تعظيم قيمتها مرتبط بالقرارات التالية المتخذة وبالتالي ما ينجم عن هذه القرارات من نتائج تترجمها القوائم المالية المقدمة لأصحاب المصلحة في الإطلاع على هذه القوائم، إن هذا الدور الحساس للمعلومات المالية يدفع المستثمر في السوق إلى العودة إليها لاتخاذ قراره وبالتالي شراء أسهم المؤسسة أو لا، مما يعني مباشرة تأثير دورة التمويل بالمؤسسة فدورة النشاط والاستثمار وهكذا إلى أن يظهر أثره النهائي على قيمة أسهم المؤسسة في السوق المالية.

1- الإشكالية:

يتضح لنا مما سبق إن تحليل النسب المالية يمكن أن يساعد المستثمرين في اتخاذ قرار الاستثمار وتوقع قيمة المؤسسة المستقبلية، لذلك يسعى المستثمر إلى تحقيق أكبر عائد مع اقل مخاطرة ممكنة، في مقابل هدف المؤسسة في ظل أيجاديات النظرية الحديثة إلى تعظيم قيمتها السوقية العادية أي قيمة أسهمها السوقية، قيد يضع الطرفين أمام إشكاليات عديدة، لذا لابد من توفر مجموعة من المؤشرات التي تسهم في رفع ثقة المستثمر في القرار الذي سيتخذه في المفاضلة بين المؤسسات التي سيساهم فيها ولعل من أهم تلك المؤشرات نسب السيولة ونسب المديونية فالسيولة العالية بالنسبة له ضمان والمديونية العالية بالنسبة سياسة تمويل جيدة ومعيار لدرجة المخاطرة التي يتحملوها المساهمين والمدينون بسبب تلك السياسة، وتبعاً لهذه العلاقة ومدى تأثير هذه المؤشرات في القرار الاستثماري وبالتالي على قيمة أسهم المسعرة في البورصة نقوم بتحديد جوانب ومعالم هذه الدراسة من خلال طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

ما مدى تأثير نسب السيولة والمديونية على القيمة السوقية للشركات المسعرة في سوق قطر للوراق المالية خلال الفترة

الممتدة 2009-2014 ؟

ولكي يتسنى لنا التطرق لمختلف جوانب الموضوع ارتأينا تجزئة الإشكالية الرئيسية إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ✓ ما مدى تأثير نسب المديونية على قيمة السوقية لشركات المسعرة في سوق قطر للأوراق المالية للفترة 2009-2014 ؟
- ✓ ما مدى تأثير نسب السيولة على قيمة السوقية لشركات المسعرة في سوق قطر للأوراق المالية للفترة 2009-2014 ؟
- ✓ أي من هذه النسب أكثر تأثير على القيمة السوقية لشركات المسعرة في سوق قطر للأوراق المالية للفترة 2009-2014؟

2- الفرضيات:

قصد دراسة هذه وتحليل هذا الموضوع نحاول اختبار الفرضيات التالية:

- ✓ تؤثر نسب المديونية على قيمة السوقية لشركات المسعرة في سوق قطر للأوراق المالية؛
- ✓ تؤثر نسب السيولة على قيمة السوقية لشركات المسعرة في سوق قطر للأوراق المالية؛
- ✓ تعتبر مؤشرات السيولة أكثر تأثير من مؤشرات المديونية على قيمة السوقية لشركات المسعرة في سوق قطر للأوراق المالية .

3- مبررات اختيار الموضوع :

- ✓ معرفة الآثار الناجمة على نسب المالية عندما تسعير الشركة في البورصة؛
- ✓ الرغبة في استخدام الأساليب الإحصائية في مثل هذه المواضيع؛
- ✓ الرغبة في معرفة مدى استعانة المستثمر بالقوائم المالية للمؤسسات المسعرة بالبورصة في اتخاذ قراراته الاستثمارية في البورصة؛
- ✓ إثراء المكتبة بمثل هذه المواضيع.

4- أهمية الموضوع:

تتجلى أهمية الموضوع في كونه يعالج أحد المواضيع المهمة التي تؤكد النظرية المالية الحديثة أنه الهدف الحقيقي للمؤسسة ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة في السوق، كم تكمن أهميته في اختبار العلاقة بين نسب السيولة ونسب المديونية والقيمة السوقية للشركات المسعرة في بورصة قطر . وتخدم هذه الدراسة كل من مستخدمي التقارير المالية على وجه التحديد، والمحللين الماليين الذين يعتمدون كثيرا على القيمة السوقية للسهم وذلك بالتنبؤ لتحقيق الأرباح مستقبلا، وتعتبر قيمة المؤسسة حقل لعديد من الدراسات والأبحاث في مجال الإدارة والمالية، وذلك لما لها من أثار على قرارات المساهمين وكذلك انعكاسات على ثروة الملاك.

5- أهداف البحث:

تهدف هذه الدراسة إلى :

- ✓ معرفة ما مدى تأثير كل من نسب السيولة ونسب المديونية على قيمة السوقية للمؤسسة؛
- ✓ معرفة أي متغيرين الأكثر تأثيرا على قيمة السوقية للمؤسسة في بورصة قطر؛

✓ محاولة للتوصل إلى نموذج تفسيري لقيمة الشركة في بورصة قطر من خلال تقدير أهم المؤشرات المرتبطة بالسيولة والمديونية التي تسمح للمستثمر باختيار الأسهم الأكثر ربحية وأقل مخاطرة.

6- حدود الدراسة:

تتعلق الحدود الزمنية في دراسة القوائم المالية لعينة تتكون من 20 شركة مسعرة في البورصة موزعة على عدة قطاعات وذلك للفترة الممتدة من 2009 إلى 2014 .

7- منهج البحث وأدوات الدراسة المستخدمة:

قصد الوصول إلى الإجابة على كل التساؤلات المطروحة وقصد الوصول النتائج المرجوة يتطلب منا اعتماد منهج الوصفي الملائم للجانب النظري من البحث، أما ما يلاءم الجزء التطبيقي - دراسة حالة- الذي يتم فيه إسقاط الجانب النظري على التطبيقي فقد اعتمدنا على الأساليب الإحصائية التي تساعد على تفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة، أما أدوات المستخدمة فتتمثل في برنامج Microsoft EXCEL لمعالجة معطيات التي تكون في شكل جداول لترجمتها إلى رسومات بيانية لتسهيل عملية الملاحظة والتحليل، إضافة إلى البرنامج الإحصائي EVIEWS 9.0 من خلال برنامج نظرية معالجة البيانات PANEL.

8- مرجعية الدراسة :

في هذه الدراسة تم الاعتماد على مجموعة من المراجع المتعلقة بمالية المؤسسة والأسواق المالية، وكذا الكتب والأبحاث المرتبطة بالاقتصاد القياسي. كما اعتمدنا على بعض أطروحات الدكتوراة والمجستير والتي كان محور بحثها على الأسواق المالية.

9- هيكل الدراسة :

أنجز هذا البحث وفقا لما تمليه مقتضيات البحوث في هذا المجال وجاء على شكل مقدمة وكانت عبارة عن مدخل للموضوع، وثلاثة فصول أولهما نظري وثانيهما الدراسات السابقة وثالثهما التطبيقي وخاتمة وجملة من المقترحات .

في الفصل الأول تم التطرق إلى مفاهيم الأساسية النظرية حول (قيمة المؤسسة) (نسب السيولة)، (نسب المديونية)، الفصل الثاني فيهتم بالدراسات السابقة والبحوث المنجز والمتعلقة بالموضوع تحت مسمى الدراسات السابقة . في حين تعرض الفصل الثالث إلى الدراسات التطبيقية والذي سنقدم في مبحثه الأول مجتمع وعينة الدراسة المعتمدة ومجموع المتغيرات المستقلة، وكذلك المتغير التابع، وفي المبحث الثاني تطرقنا الأساليب والأدوات الإحصائية المناسبة للكشف عن العلاقة بين القيمة السوقية ونسب السيولة ونسب المديونية التي استخدمناها لتحقيق هذا الغرض، أما المبحث الثالث فقد خصص لتقديم نتائج الدراسة كمرحلة أولى ثم تفسير هذه النتائج والإجابة على فرضيات الدراسة كمرحلة ثانية .

الفصل الأول

أدبيات النظرية للدراسة (العلاقة بين

قيمة السوقية ومؤشري السيولة

والمديونية)

تمهيد:

منذ ظهور النظرية المالية الحديثة حدثت الكثير من التطورات الفكرية على المستوى الاقتصادي والمالي، وكذا على مستوى الأدوات والوسائل التحليلية المستخدمة في معالجة الإشكاليات التي تطرحها النظرية من الجانبين النظري والتطبيقي، ولعل من أهم المفاهيم التي قدمتها النظرية تلك المرتبطة بقيمة الشركة من حيث المفهوم وطرق التقييم وكذا المتغيرات التي تؤثر عليها.

وتعد القرارات المرتبطة بإدارة السيولة والمديونية من بين القرارات الإستراتيجية التي لها تأثير كبير جدا على قيمة الشركة من جهة، وعلى اتجاهات المستثمرين والمساهمين من جهة أخرى.

سنحاول في هذا الفصل إلى التطرق لبعض المفاهيم والمصطلحات المرتبطة بقيمة الشركة، وإدارة السيولة والمديونية ثم تقييم مجموعة من الدراسات السابقة المتعلقة بإشكالية البحث .

المبحث الأول : قيمة المؤسسة - مفاهيم أساسية -

تتوقف قيمة أي أصل على عدة عوامل منها الجهة التي يتم إجراء تقدير القيمة لصالحها، ونوعية القيمة الجاري قياسها والتوقيت الذي يتم فيه تقدير والغرض من عملية تقدير القيمة، كل هذا يجعل من مفهوم القيمة مفهوماً غير واضحاً ومباشراً، ومن خلال هذا المبحث سنستعرض لجملة من المفاهيم حول قيمة المؤسسة لإزالة هذا الغموض حول مفهوم القيمة¹

المطلب الأول : تعريف قيمة المؤسسة

تزداد قيمة المؤسسة كلما تمكنت من تحقيق نتائج محاسبية بشكل مستمر بحيث تتراكم النتائج وتكون فوائض مالية موجبة، تشكل ما يسمى بثروة المؤسسة، ولا يكفي أن تحقق المؤسسة نتائج آنية، بل يجب أن تسعى إلى تحقيق نتائج في المستقبل من خلال دراسة مردودية المستقبلية وتحديد الجدوى من المشاريع الاستثمارية في المستقبل من ثم يمكن توقع حجم الثروة من خلال النتائج المحققة في الماضي والحاضر، ومن خلال ما يعرف بالقيمة الحالية للمؤسسة، لا أن هناك عوامل أخرى تعمل بشكل عكسي، وتؤدي إلى الحد أو التقليل من قيمة المؤسسة، وتتمثل في مخاطر المتعلقة بالنشاط كتوقف الإنتاج، مشاكل نوعية، والجودة، ارتفاع التكاليف،... الخ، وكذلك المخاطر المتعلقة بالمحيط المالي كارتفاع معدلات الفائدة والصراف، انخفاض الحصة السوقية، ظهور سلع بديلة... الخ.²

كذلك عرفت القيمة بأحما: "القيمة هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو حق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة الموجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية تبادل يتم ترجمتها إلى سعر"³.

المطلب الثاني: العوامل الاقتصادية المؤثرة على القيمة السوقية:

1- عرض النقد (السيولة):

يعرف عرض النقد على انه مجموعة النقد المتوفرة للاستثمار في البورصة، والاقتصاد ككل. إن زيادة العرض النقدي قد يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم أو انخفاضها، بحيث أن زيادة العرض النقدي يؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثماري مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها السوقية، بينما انخفاض السيولة (العرض النقدي) عن حاجة النشاط الاقتصادي، يؤدي إلى انخفاض العائد على السهم، وبالتالي نتيجة إلى انخفاض أسعار أسهمها .

¹ - حميدة رضاني، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة بالسوق المالي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر في العلوم المالية والمحاسبية، غير منشورة، جامعة ورقلة 2011-2012، ص 25 .

² - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006، ص 39 .

³ - بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لقطاع الخروقات في الجزائر دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة ورقلة 2009-2010، ص 13-14 .

2- **أسعار الفائدة:** ويعرف سعر الفائدة بمعدل الخصم الذي يستعمل لحساب القيمة الحالية للعائدات المتوقعة من السند، حيث إن ارتفاع أسعار الفائدة تؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والعكس صحيح فإن انخفاض أسعار الفائدة سيزيد عليها زيادة أسعار الأسهم.

3- **سعر الصرف العملة:** قد يؤثر سعر صرف العملة على أسعار الأسهم من خلال عدة أشكال خاصة في الاقتصاديات المتقدمة والمتكاملة ماليا مع السوق العالمي، حيث إن استبدال العملة الوطنية بالعملة الأجنبية في أوقات ضعف العملة المحلية يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، مما يدفع أيضا بالإنفراد إلى التخلص منها واستبدالها بأدوات أخرى كالأسهم وهو ما يدفع إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها.

4- **معدل التضخم:** بزيادة معدل التضخم ترتفع أسعار الأسهم، حتى إذا وجدت توقعات بزيادة توزيعات الأرباح أو انخفاض نسبة الخصم التي تخصم بها الأرباح، أما إذا تنبأ المستثمرين بانخفاض توزيعات الأرباح فإن أسعار الأسهم ستخفض بزيادة معدل التضخم، وقد تكون العلاقة بين أسعار الأسهم ومعدل التضخم عكسية أو طردية، تأخذ علاقة الاتجاه العكسي بسبب انخفاض حجم السيولة الموجهة للاستثمار في الأسهم نتيجة زيادة الأموال المتخصصة للإنتاج الاستهلاكي لتعويض انخفاض القوة الشرائية الحاصلة بسبب التضخم، بينما تأخذ الاتجاه الايجابي عندما يتجه المستثمرون إلى حماية مدخراتهم بسبب التضخم، فزيادة حجم استثماراتهم يؤثر على الأسهم فيرفع أسعارها.

5- **الدورة الاقتصادية:** تتقلب أسعار الأسهم بين حالتي الاقتصاد، حيث يؤدي تحسن الوضع الاقتصادي العام إلى زيادة الأجور وزيادة الطلب على الأموال لأغراض مختلفة كإشراء الأسهم مما يرفع أسعارها والعكس صحيح.¹

المبحث الثاني : إدارة السيولة

المطلب الأول : تعريف السيولة :

يعبر مصطلح السيولة عما يلي:²

- **النقد الجاهز:** ونعني بيه صافي التدفق النقدي، والذي هو عبارة عن التدفق النقدي للداخل مطروح منه التدفق النقدي للخارج، والتدفق للداخل هو عبارة عن كل العمليات التي تؤدي إلى دخول النقد إلى صندوق النقدية ورصيد البنك في الشركة، أما التدفق للخارج هو عبارة عن كل العمليات التي تقوم بها الشركة وتؤدي خروج نقد منها؛
- **سيولة الشركة:** وجود أموال كافية لدى الشركة وفي الوقت المناسب لمقابلة التزاماتها في موعد استحقاقها، ولتحريك دورتها التشغيلية لمواجهة الحالات الطارئة.

¹ - محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2010، ص 86-87-88.

² - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص.ص 20-21.

- **سيولة الأصل** : فتعني سهولة وسرعة تحويل هذا الأصل إلى نقد جاهز وبدون خسائر تذكر

إدارة السيولة هي القدرة على توفير الأموال الكافية لمواجهة الالتزامات عند استحقاقها فالشركة الأكثر سيولة هي الأكثر جاذبية من حيث قدرتها على الوفاء بالالتزامات والتي تشكل أرضية صلبة ضد أي خلل أو تخلف عن الوفاء بالدين. لذلك تلجأ الشركات إلى الاهتمام بنسب السيولة التي تساعد على تجنب خطر الوقوع في العسر المالي والاستعداد لدفع التزاماتها عند مواعيد استحقاقها.¹

✓ العسر المالي:

- يقصد به عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات نحو الدائنين.²
- ويمكن تعريفه أيضا بأنه عدم القدرة على سداد الالتزامات المالية والتي استحققت فعلاً أو سوف تستحق في الأجل القصير.³

وكما يمكن التمييز بين نوعين من العسر المالي :

- ✓ **العسر المالي الفني**: وهو الحالة التي تكون فيها المؤسسة غير قادرة على سداد الالتزامات المترتبة عليها على الرغم من إجمالي الموجودات لديها يفوق إجمالي المطلوبات .
- ✓ **العسر المالي الحقيقي**: وهو تلك الحالة التي تكون فيها المؤسسة غير قادرة على سداد الالتزامات المترتبة عليها إلى كون إجمالي الموجودات لديها يقل عن إجمالي المطلوبات.⁴

المطلب الثاني : نسب السيولة :

1- الأموال الدائمة / الأصول غير المتداولة:

تعبر عن حجم الأموال الدائمة مقارنة بأصول المؤسسة غير المتداولة أي مقدار مساهمة أصول المؤسسة غير المتداولة في تغطية الأموال الدائمة .

¹ - محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 63 .

² - بن شنة فاطيمة، إدارة المخاطر الائتمانية ودورها في الحد من القروض المتعثرة دراسة تطبيقية للمصاريف الجزائرية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم لاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009، ص 96 .

³ - الحضيبي محسن أحمد، الديون المتعثرة: الظاهرة... الأسباب... العلاج، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1998، ص 23 .

⁴ - قريشي خير الدين، دور المعلومات المحاسبية المفصح عنها وفق النظام المحاسبي المالي (scf) في التنبؤ بخطر الإفلاس المالي، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012، ص 30 .

2- صافي رأس المال العامل / إجمالي الأصول:

تعبر على قدرة الفائض من الأموال الدائمة على تغطية أصول المؤسسة، وتستعمل هذه النسبة للمقارنة بين الشركات مختلفة الأحجام أي أنها تلغي مشكلة الحجم والأرقام المطلقة.¹

3- تدفق خزينة الاستغلال/مصرفات رأسمالية: تعبر عن مساهمة التدفقات المتولدة عن الاستغلال في تغطية المصرفات الرأسمالية ، وهي مؤشر على قدرة على تمويل شراء الأصول الرأسمالية اللازمة من السيولة النقدية المتولدة عن أنشطة الاستغلال.

4- تدفق خزينة الاستغلال / (مصرفات رأسمالية+توزيعات الأرباح):

تعبر عن مساهمة التدفقات المتولدة عن الاستغلال في تغطية المصرفات الرأسمالية وتوزيعات الأرباح، فكلما كانت الأرباح أكبر من الواحد الصحيح فإن الاستثمار على درجة عالية من الجودة، ودلالة على قدرة المؤسسة على توليد مزيد من الأرباح.

5- تدفق خزينة الاستغلال / إجمالي الأصول:

تعبر عن مساهمة أصول المؤسسة في توليد تدفقات خزينة الاستغلال، أو هي نسبة مساهمة تدفقات دورة الاستغلال في تغطية الأصول.²

المبحث الثالث : إدارة المديونية

المطلب الاول : تعريف المديونية

يعبر عن المديونية (الرفع المالي) عن درجة أو نسبة استخدام التمويل بالدين لتمويل جزء من الأصول.³

كما تعرف الرافعة المالية (المديونية) بأنها " درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (سواء كانت قروضاً، أو سندات أو أسهم ممتازة)، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها.⁴

إن نسب المديونية (نسب الرافعة المالية) هي النسب التي تقيس مدى اعتماد الشركات في التمويل على المصادر الخارجية، وان نسب المديونية تتحكم بها رغبتان، رغبة الملاك الذين يفضلون زيادة اعتماد الإدارة على مصادر التمويل المقترضة أملاً في زيادة

¹ - فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، SME Financial، رام الله، فلسطين، 2008، ص30، بتصرف .

² - فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص.ص 30 - 31 .

³ - شهاب الدين محمد النعمي، التنبؤ بأداء و ربحية الشركات باستخدام Tobin'sq، لدراسة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 07 ، العدد 20 ، جامعة بغداد، العراق، 2012، ص 24، بتصرف .

⁴ - بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير، منشورة، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2005، ص 80 .

أرباح حق الملكية، ورغبة المقرضين الذين يفضلون نسبة إقراض اقل خوفا من تعرض الشركات إلى احتمالية عدم سداد هذه القروض.¹

المطلب الثاني : نسب المديونية :

1- إجمالي الديون/إجمالي الأصول :

تعد هذه النسبة مقياسا لعملية تمويل استثمارات المشروع من خلال الاقتراض، أي تقيس مدى اعتماد المؤسسة على أموال الغير لتمويل أصولها.²

و كلما انخفضت هذه النسبة دل ذلك على انخفاض عبء الديون التي يمكن أن تتحملها المؤسسة، ومن ثم القدرة على السداد، و هذا يفضلوه المقترضون على عكس الملاك الذين يفضلون زيادته لما تعني لهم من زيادة في عوائدهم، و عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها يعرضها إلى مخاطر مالية مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التمويل³

2- ديون طويلة الأجل/إجمالي الأصول :

توضح مدى اعتماد أصول الشركة على التمويل بأموال الغير طويلة الأجل، تظهر مدى سلامة الهيكل المالي للشركة، فكلما زادت هذه النسبة، فهذا يعني أن معظم الأصول ممولة عن طريق قروض طويلة الأجل.

3- إجمالي الديون/حقوق الملكية (أموال خاصة) :

تقيس هذه المؤسسة مدى اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل نفسها و بالتالي زيادة المخاطر التمويلية و مخاطر عدم السداد في الأجل الطويل، كلما كانت هذه النسبة مرتفعة دل ذلك على اعتماد المؤسسة على الاقتراض في تمويل أصولها، و كلما كانت منخفضة دل على ذلك على اعتمادها على حقوق مساهمها في تمويلها.⁴

4- ديون طويلة الأجل/ حقوق الملكية :

وتبين هذه النسبة حجم الديون المستغلة من رأس المال المتوفر، ومقارنتها مع الشركات الأخرى، لتحديد حجم المخاطرة. وتعتبر الشركات التي تمول الجزء الأكبر من رأسمالها عن طريق الديون أكثر خطورة من تلك التي تنخفض فيها نسبة مديونيتها.⁵

5- تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الديون: تعبر عن مساهمة التدفقات المتولدة عن الاستغلال في تغطية إجمالي الديون،

أي مدى مساهمة هاته التدفقات في تجنب المؤسسة الإفلاس أو بيع أصولها.⁶

¹ - نفس المرجع السابق، ص 29 .

² - فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 76.

³ - رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير، منشورة، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2010-2011، ص 44 .

⁴ - شهرزاد قاسمي، الرفع المالي كمؤشر لتقييم الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير، منشورة، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2012، ص 42 .

⁵ - نفس المرجع السابق، ص 59.

⁶ - نفس المرجع والصفحة سابقاً.

المبحث الرابع: الدراسات السابقة

المطلب الأول: دراسات السابقة في الدول العربية

أولاً: دراسة (الأغبري، 2000) بعنوان "أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية": وهدفت إلى قياس أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات اليمنية. وأجريت على (10) عشر شركات عاملة في القطاع الصناعي الغذائي باليمن، وقد أثبتت الدراسة وجود تأثير جوهري للرافعة المالية على معدل العائد الاستثمار، وكذلك على قيمة المشاءة على مستوى جميع الشركات قيد الدراسة .

ثانياً : دراسة (العروود 2011) بعنوان " أثر الملاءة المالية على القيمة السوقية لسعر السهم في البنوك التجارية الأردنية ": سعت الدراسة إلى إبراز الملاءة المالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل ونسب تغطية المالية كمتغيرات مستقلة على سعر السهم للبنوك التجارية الأردنية من عام 2001 إلى 2010، وقد كانت عينة الدراسة متمثلة في (15) بنكاً تجارياً تطرح بياناته في بورصة عمان طيلة فترة الدراسة، واستخدم الباحث أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد، وتوصل إلى نسبة النقدية (ملاءة تغطية الفوائد)، هي الأكثر تأثير من بين جميع المتغيرات المستقلة الأخرى على القيمة السوقية لسعر السهم.

ثالثاً: دراسة (عبد الله 1990) بعنوان " العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية ": كان الهدف الرئيس لدراسة هو تعريف العوامل المحددة لأسعار الشركات المساهمة في كل من قطاع الصناعي وقطاع الاسمنت وقطاع الخدمات، اعتمدت الدراسة نموذج الانحدار الخطي من اجل تحديد هذه العوامل تمثلت المتغيرات المستقلة في: دخل السهم، الإرباح الموزعة، العائد على حقوق الملكية، العائد على الأصول، رافعة التمويل، رافعة التشغيل، المؤشر العام لأسعار الأسهم والمشاركة الحكومية في ملكية أسهم الشركة .

خلصت الدراسة إلى أن دخل السهم والعائد على حقوق الملكية والمؤشر العام لأسعار الأسهم تعتبر أهم العوامل المحددة لسعر سهم الشركة المساهمة بغض النظر عن قطاع النشاط، إضافة لذلك فإن المشاركة الحكومية ذات علاقة ايجابية مع سعر السهم في القطاعين الصناعي والخدمي .

رابعاً: دراسة (مفيد، الظاهر 2010) بعنوان : "العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية: دراسة تطبيقية للفترة ما بين 2004-2008م ": هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير عدد من المتغيرات المالية والمحاسبية في أسعار أسهم الشركات المدرجة في أسواق فلسطين للأوراق المالية، وتلك العوامل هي نسبة العائد على حق الملكية، ونصيب السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي الموجودات، ومعدل دوران الأصول، والعائد على إجمالي الأصول، وقد تكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية الفلسطينية المساهمة العامة والمدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها (10) شركات، وغطت الدراسة الفترة الزمنية الممتدة ما بين الأعوام 2004-2008م وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير معنوي لكل من حصة السهم من صافي الأرباح، ونسبة التداول، ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات،

والعائد على إجمالي الأصول في أسعار الأسهم في الشركات الصناعية. أما بالنسبة للعائد على حق الملكية، ومعدل دوران الأصول فقد أظهرت النتائج ضعف ارتباطهما مع سعر الأسهم. ولكن عند استخدام تحليل الانحدار المتعدد تبين أن هناك تأثير معنوياً لمتغيرات الدراسة المستقلة في أسعار الأسهم باستثناء متغيري نسبة التداول ونسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات فقد استبعد من نموذج الانحدار المتعدد لوجود ارتباط كبير بينهما. وأكدت الدراسة على أهمية أن يتم إجراء المزيد من الدراسات لقطاعات اقتصادية مختلفة، وأكدت أيضاً على أهمية زيادة درجة إفصاح الشركات عن معلومات التي تؤثر في سعر السهم.

المطلب الثاني : الدراسات السابقة في الدول الأجنبية

أولاً : دراسة (Suleiman Serdar KARACA 2010) بعنوان " **The Effect of financial Ratios on the Firm Value Evidence From Turkey** " : هدف هذه الدراسة إلى إظهار مدى تأثير النسب المالية على قيمة الشركة في عينة مكونة من 36 شركة خلال المدة 2009-2002 في تركيا وذلك لثلاث قطاعات مختلفة، وهنا قام الباحث بتحليل العلاقة بين قيمة الشركة والنسب المالية من خلال تحليل لوحة البيانات وذلك بـ مؤشر **ISE**، وتوصل إلى أن النسب المالية تؤثر على قيمة الشركات بمعدل 20٪، وتشير كذلك نتائج البحث إلى أن تحليل النسب المالية فعالة بين دوران الذمم المدينة وقيمة الشركة وهناك علاقة ذات دلالة سلبية بين معدل دوران المخزون و حقوق المساهمين. وتم الكشف انه لا يوجد دلالة إحصائية بين النسب الأخرى

ثانياً : دراسة (Gill, et..al,2011) بعنوان " **The Effect of Capital Structure on Profitability Evidence from the United States** " : وهدفت إلى التعرف على أثر الهيكل التمويلي على الربحية في الولايات المتحدة الأمريكية، وتكونت عينة الدراسة من (272) شركة أمريكية مسجلة في سوق نيويورك للأوراق المالية لفترة (3) سنوات من عام (2005) لغاية عام (2007). وبعد تطبيق الدراسة التطبيقية توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية بين الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الربحية وأن هناك علاقة بين الديون إلى إجمالي الأصول والربحية في صناعات الخدمات. ووجود علاقة إيجابية بين ديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل.

ثالثاً : دراسة (Cheng et al 2010) بعنوان " **Capital Structure and Firm Value in China a panel Threshold Regression Analysis** " : هدفت هذه الدراسة معرفة تأثير الرافعة المالية على قيمة الشركة عن طريق لوحة البيانات المستخرجة من الشركات وقد استعملوا أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، فلقد عبر على قيمة الشركة بالعائد على حقوق المساهمين، وكمتغير مستقل نسبة (إجمالي الدين / إجمالي الأصول). وأشاروا إلى أن هناك علاقة بين نسبة الديون وقيمة الشركة، وتوصلوا إلى انه عندما تكون نسبة الدين هي أقل من 53.97٪ لا تؤثر على قيمة الشركة ويمكن زيادة الديون؛ وعندما يكون بين 53.97% و 70.48% يبدأ الانخفاض، وهناك اتجاه التناقص عندما يكون بين 70.48% و 85.26%.

رابعاً : دراسة (Najjar & Petrov) بعنوان " **Capital Structure of Insurance Companies in Bahrain** " : وهدفت إلى تحديد الخصائص الحرجة للشركات التي يجب أن يأخذها المديرون بعين الاعتبار عند وضع الهيكل الأمثل لرأس المال. وقد تكونت عينة الدراسة من شركات التأمين البحرينية العاملة في الفترة (2009-2005)، وقد توصلت هذه

الدراسة إلى العديد من النتائج من أبرزها وجود علاقة ارتباط قوية بين خصائص الشركة مثل ملموسية الأصول، الربحية، وحجم الشركة، ونمو العائد، والسيولة وهيكل رأس المال.

رابعاً: دراسة (Martani et al , 2009) بعنوان: " **The Effect of Financial Ratios size and cash flow from Operating Activites in the Interim** " : هدف إلى دراسة العلاقة بين النسب المالية، حجم الشركة، والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل على ربحية السهم. وقد أجريت هذه الدراسة على 40 شركة مدرجة في بورصة اندونيسيا خلال السنوات 2003 إلى 2006، وكانت نتائج البحوث تشير إلى أن هناك إيجابية وهامة بين علاقة نسبة الدين والقيمة السوقية والتدفقات النقدية التشغيلية والعائد على حقوق المساهمين مع الأرباح للسهم الواحد، في حين لم يتم العثور على علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وأرباح للسهم الواحد.

سادساً: (Rajni Saini 2012) بعنوان : " **Impact of Financial On Shareholders Return and market capitalization Empirical Evidence of Telecommuincation Sector Companies** " سعت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الرافعة المالية على عائد الأسهم و قيمة المؤسسة، و شملت عينة الدراسة 07 مؤسسات في قطاع الاتصالات موجودة في سوق الهند خلال الفترة من 2005 إلى 2001، حيث اعتمد على البرنامج الإحصائي SPSS 16 للتحليل و معامل الارتباط لبتريسون، و من النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة أن هناك أثر إيجابي بين الرافعة الدالية و عائد الأسهم و أثر سلبي بين الرافعة المالية و قيمة المؤسسة.

سابعاً: دراسة (Swabir Masoud Abdalla 2011) بعنوان : " **The Effect of Liquidity on The Market Value ofcommercial Banks At The Nairobi Securiteisx Change** " : هدفت هذه الدراسة إلى توضيح مدى تأثير نسب السيولة على القيمة السوقية للبنوك التجارية المدرجة في نيروبي للأوراق المالية حيث كانت المتغيرات المستقلة نسب السيولة وإرباح السهم الواحد، وكانت الدراسة من 2009-2013 التي اعتبرها كافية لعينة من البنوك التجارية التي قدرت بـ 11 بنك، وقد استعمل الانحدار الخطي المتعدد وأشارت النتائج انه يوجد علاقة خطية جد قوية بين نسب السيولة والقيمة السوقية، وأشار على انه يوجد علاقة سلبية مع متغير السوق وكان غير مهم إحصائياً، في حين أن العلاقة مع الأرباح لكل سهم و القيمة السوقية كانت إيجابية وذات دلالة إحصائية، ولخصت الدراسة أيضا إلى أن ربحية السهم كعنصر من عناصر السيولة لديها تأثير إيجابي على القيمة السوقية لهذه البنوك التجارية وبالتالي زيادة وحدة واحدة في ربحية السهم يؤدي إلى زيادة على القيمة السوقية ، في حين أن العناصر المتبقية من السيولة ، عند زيادة وحدة واحدة من هذه المكونات يؤدي إلى انخفاض وحدة على القيمة السوقية .

المطلب الثالث: محل الدراسة الحالية بالدراسات السابقة

من خلال تحليلنا للدراسات السابقة نجد ما يلي :

- ✓ نلاحظ أن هناك تنوع لدول التي قامت بهذه الدراسات، حيث تعد دراستنا من الدراسات الجديدة العربية وخاصة الجزائر التي درست فيها ثنائية السيولة والمديونية _ حسب اطلاقنا _ خلافا لدراسات الأخرى التي خصصت نسب معينة بحد ذاتها.
- ✓ من خلال هذه الدراسات نلاحظ أن معظمها استخدم أسلوب الانحدار الخطي المتعدد والبسيط الذي هدفت من خلاله إلى التنبؤ بقيمة المؤسسة اعتمادا على التدفقات النقدية و العائد المحاسبي كمتغيرات لها، وفي دراستي سبق وذكرت استخدمنا التحليل نموذج بانل دايتا الذي لم تستعمله ولا أي دراسة من الدراسات السابق.
- ✓ أما فيما يخص العينة المستخدمة في دراستي التي اختارت بورصة قطر التي تعتبر من أهم البورصات في الشرق الأوسط والتي لم يسبق الدراسة فيها والتي تعتبر الثانية بعد بورصة السعودية في العالم العربي.
- ✓ تهدف معظم الدراسات إلى الوصول إلى مفهوم ما يؤثر على قيمة المؤسسة أما بالاجباي أو السلبي، من خلال بناء نماذج تساعد للكشف على الظاهرة؛
- ✓ نلاحظ اعتماد جميع الدراسات على النسب المالية كمتغيرات للدراسة في حين اختلفت من حيث تصنيفها فنجد من ركز على نوع معين وبمحت على تأثيره على قيمة المؤسسة، ومنهم من ذهب إلى الاعتماد على جميع المجموعات، وما يميز دراستي هي من الدراسة الجديدة التي خصصت ثنائية السيولة والمديونية خلافا للدراسات الأخرى؛
- ✓ تميزت العينات المدروسة فيها بتوفرها بشكل كاف وبالجم الذي يخدم أهداف هذه البحوث بصورة جيدة؛ وهو الأمر غير المتوفر لدينا فإكتفينا بالعينة التي استطعنا الحصول عليها؛

خلاصة الفصل :

تناولنا في هذا الفصل الأسس النظرية لمفهوم قيمة المؤسسة والعلاقة التي تربط بينها وبين إدارة السيولة والمديونية، ووضحنا الدور الهام لقيمة المؤسسة كهدف أساسي للمساهمين والمسيرين معاً، وفي نفس الوقت وضحنا بأن السيولة والنشاط هدفان متلازمان لذا يجب على الإدارة المالية للمؤسسة إعطاء عناية خاصة للموازنة بين هاذين الأمرين، للآثار السلبية الكبيرة الممكن أن تنشأ عن عدم الموازنة بينهما.

ولمعرفة أكثر لطبيعة الظاهرة ركزنا في الجزء الثاني لهذا الفصل على مجموعة من الدراسات السابقة حول الموضوع ومن خلال ذلك سوف نحاول في الفصل الثاني من الدراسة إلى تطبيق ما تم استخلاصه واختيار قدرة نسب السيولة ونسب النشاط على التمييز وربط العلاقة بينهما وبين القيمة السوقية للمؤسسة

الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية (تأثير نسب

السيولة ونسب المديونية على قيمة

الشركة)

تمهيد :

بعد التطرق في الفصل السابق للأدبيات النظرية - الأسس النظرية - وكذا العديد من الأدبيات التطبيقية - الدراسات الميدانية والتطبيقية - والتي لها صلة بموضوع بحثنا بصفة مباشرة سنحاول في هذا الفصل والمتمثل في الدراسة التطبيقية سيتم الإجابة على إشكالية الدراسة، ودراسة تأثير كل من نسب السيولة والمديونية على القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك من خلال تبني مجموعة من الشركات المدرجة في بورصة قطر كعينة للدراسة، مستخدمين مجموعة من الأساليب والبرامج الإحصائية، معتمدين بداية على التحليل بواسطة برنامج بانل دايتا، وفي المرحلة الثانية سنعتمد على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لدراسة التأثير المباشر للنسب على قيمة المؤسسة ممثلة في سعر السهم السوقي.

بعد الانتهاء من الجانب النظري حول موضوع قيمة المؤسسة وعلاقتها بإدارة السيولة والمديونية، ومساهمة التحليل بالنسب في ذلك، سيتم في هذا الفصل الإجابة على إشكاليات الدراسة ودراسة تأثير كل من نسب السيولة والمديونية على القيمة السوقية للمؤسسة.

ولذلك سيتكون هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، حيث يهتم المبحث الأول بمنهجية الدراسة والأدوات المستخدمة فيها وتحليل النتائج، أما في المبحث الثاني سنعرض فيه أثر نسب السيولة على قيمة الشركة، أما المبحث الثالث سنعرض تأثير نسب المديونية على قيمة الشركة .

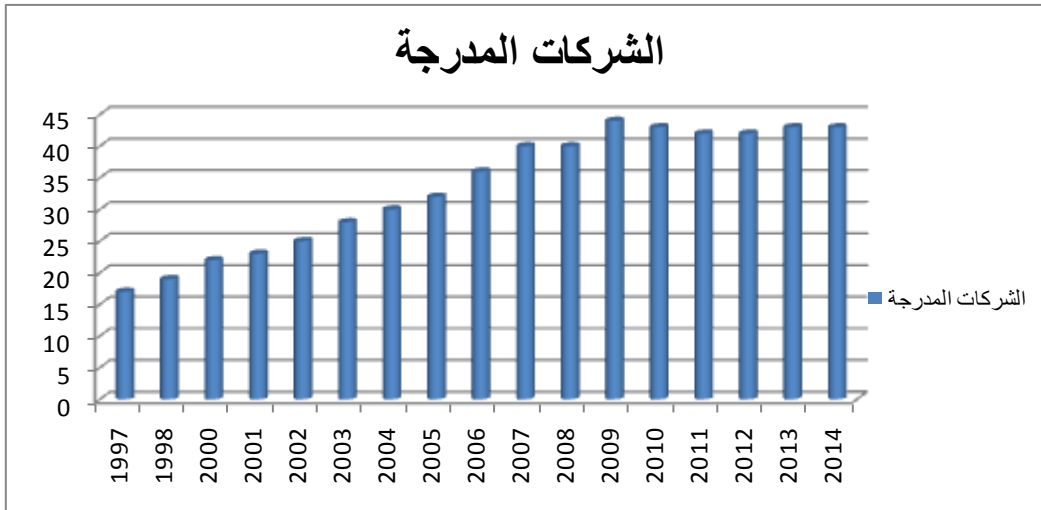
المبحث الأول : تقديم مجتمع وعينة الدراسة

يتناول هذا المبحث عرضاً لمنهجية وأدوات الدراسة، واشتمل على مجتمع وعينة الدراسة وتفصيلاً عن بيانات الدراسة ودلالة نسب السيولة ونسب المديونية على قيمة المؤسسة، مستعملين في نموذج بانل دايتا .

المطلب الأول : مجتمع الدراسة

تعتبر سوق الدوحة من أهم الأسواق العربية و الخليجية من حيث الرصمة البورصية، حجم التداول و حجم الشركات، إضافة إلى حصولها على جائزة "بورصة العام" المرموقة التي تمنحها مجلة المستثمر العالمي (Global Investor) في سنة 2012، كأفضل بورصة على مستوى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ويتكون مجتمع دراستنا من الشركات المسعرة في سوق قطر للأوراق المالية، وبلغ تعدادها في سنة 2014 حوالي 43 شركة مقابل 17 شركة عند افتتاح السوق في سنة 1997، فالسوق القطرية شهدت تطوراً مستمراً في إدراج الشركات منذ افتتاحها وفق ما يوضحه الشكل البياني التالي :

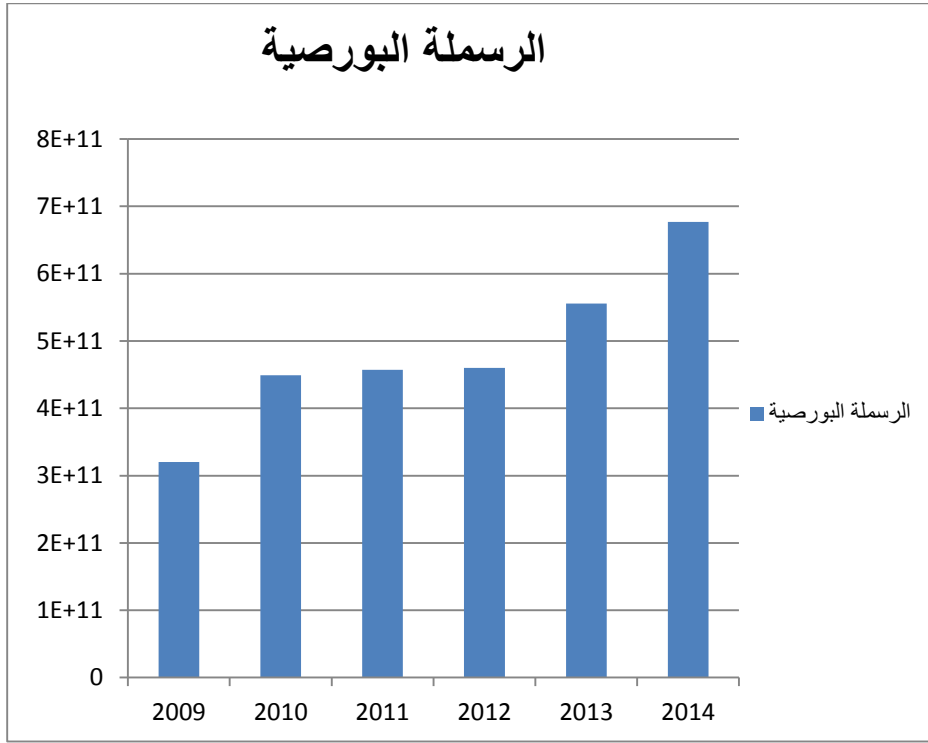
الشكل البياني رقم (1.2) : تطور الشركات المدرجة في بورصة قطر



المصدر : من إعداد الطالبة اعتماد على برنامج Excel 2007 واعتماداً على البيانات المنشورة في موقع البورصة

التعليق : يبين الشكل البياني أعلاه تطور الشركات المدرجة في بورصة قطر من تاريخ افتتاحها كان 17 شركة سنة 1997 ليتطور من سنة إلى أخرى ليبلغ أكبر عدد 44 من الشركات المدرجة سنة 2009، ليستقر في 42 شركة سنة 2012 وذلك نتيجة اندماج شركتين مع شركات أخرى، ثم وصل إلى 43 شركة سنة 2014.

الشكل البياني رقم (2.2) : تطور القيمة السوقية لبورصة قطر في الفترة 2009-2014



المصدر : من إعداد الطالبة اعتماد على برنامج Excel 2007

المطلب الثاني : تقديم عينة الدراسة

نقدم في هذا الجزء عينة الدراسة والشروط التي تبنيناها لاعتماد المؤسسات كعنصر من العينة المختارة.

تشكل عينة الدراسة أساساً من مجموعة من الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية (20) شركة، موزعة على عدة قطاعات باستثناء القطاع البنكي وقطاع التأمين ولقد تم وضع شروط لاختيار الشركات وهي كالتالي: ان تكون الشركة مدرجة قبل سنة 2009 ؛ أن تكون الشركة قد قامت بإفصاح للقوائم المالية خلال الفترة 2009-2014 لم تقم الشركة بأي من الاتحاد أو الاندماج خلال فترة الدراسة ؛ لم تقم الشركة بتوقيف تداول أسهمها خلال فترة الدراسة. وقد استقرت العينة على 19 شركة مدرجة وقد توفرت جميع الشروط التي تم ذكرها في العينة المذكورة في الجدول التالي :

الجدول رقم (1.2) : عينة الدراسة

اسم الشركة	رمز الشركة	القطاع
الاسمنت	QNCD	القطاع الصناعي
التحويلية	QIMD	
الخليجية الدولية	GISS	
شركة الصناعات قطر	IQCD	
الكهرباء و الماء القطرية	QEWS	
شركة المناعي	MCCS	
الملاحة	QNNS	قطاع النقل
المخازن	GWCS	
ناقلات	QGTS	
شركة الرعاية	MCGS	قطاع الخدمات
الطبية	QGMD	
السينما	QCFS	
زاد	ZHCD	
السلام	SIIS	
الوقود	QFLS	
مواشي (ودام)	QMLS	
اريدو	QTEL	
المتحدة	UDCD	قطاع العقار
ازدان	ERES	
بروة	BRES	

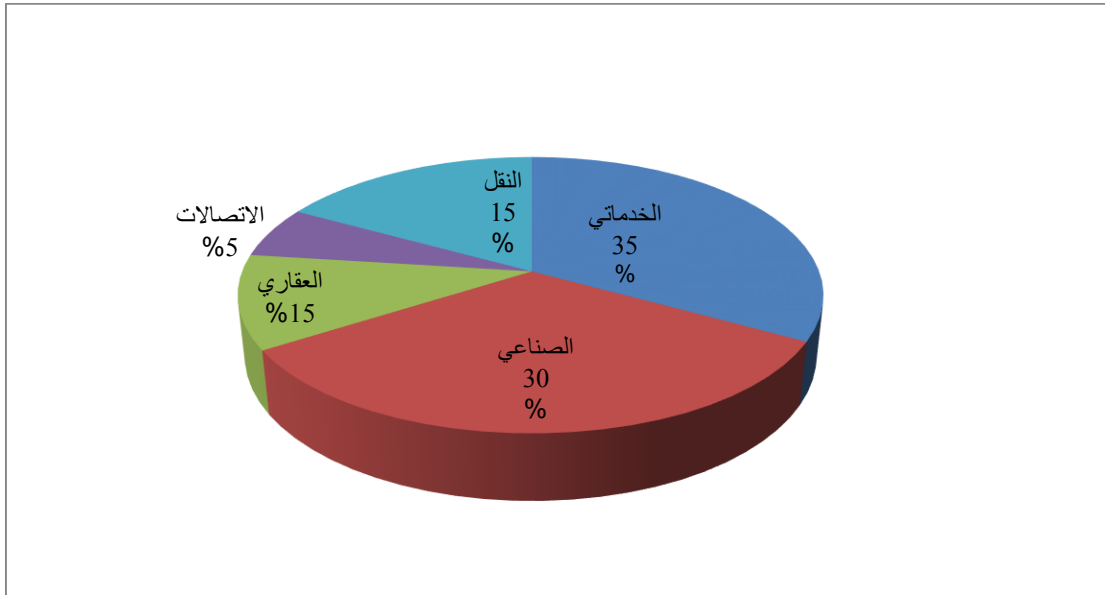
المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على بيانات الشركة

الجدول رقم (2.2) : نسب المؤسسات بحسب القطاع

المجموع	النقل	الاتصالات	العقاري	الصناعي	الخدمي	القطاع
20	3	1	3	6	7	عدد المؤسسات
%100	%15	%5	%15	%15	%35	نسبة المؤسسات من العينة

المصدر : من إعداد الطالب اعتماد على برنامج Excel 2007

الشكل البياني رقم (3.2) : التوزيع النسبي لمؤسسات العينة حسب القطاع



المصدر : من إعداد الباحث اعتماد على برنامج Excel 2007

التعليق : من خلال الشكل البياني أعلاه نلاحظ أننا ركزنا في اختيارنا للعينة على القطاع الخدماتي والصناعي أكثر من القطاعات الأخرى لأنه توفرت فيه الشروط المذكورة سابقاً ثم اخترنا من القطاعات الأخرى باقي العينة ولكن بنسبة ضعيفة.

المطلب الثالث : حدود الدراسة :

تتمثل حدود الدراسة الزمنية في الفترة الممتدة بين 2009-2014 والتي نعتبرها فترة كافية لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة "نسب السيولة" و"نسب المديونية" المعتمدة بالدراسة على المتغير التابع "قيمة المؤسسة" ممثلة بـ"سعر السهم السوقي للمؤسسة"، أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق الدوحة للأوراق المالية.

حيث تم جمع بيانات عينة الدراسة من الموقع الالكتروني الخاص بورصة قطر، وذلك من خلال البيانات المتعلقة بالشركات قيد الدراسة، إضافة إلى التقارير السنوية ودليل المستثمر والتي ينشرها الموقع وهذا لكونها معتمدة ومدققة تتمتع بمصداقية مقبولة يمكن الاعتماد عليها للقيام بدراستنا التجريبية .

المبحث الثاني: متغيرات وأدوات الدراسة

مطلب الاول: المتغير التابع :

المتغير التابع للدراسة يتمثل في القيمة السوقية للشركات المسعرة في بورصة قطر، ومن اجل الحصول على أحسن تمثيل لهذا المتغير فقد اعتمدنا سعر السهم السوقى للمؤسسة للفترة الممتدة 2009-2014، معتمدين على البيانات الواردة في دليل المستثمر لسنة 2015، ويمكن اعتبار القيمة السوقية للسهم معيارا أساسيا للمستثمر لتقييم الحالة المالية للمؤسسة وعاكس لقيمتها ومدى إمكانية نموها واستمرارها.

المطلب الثاني: المتغيرات المستقلة :

في دراستنا هذه سنعتمد بداية على 10 نسبة مالية، موزعة بين مجموعتين السيولة والمديونية كالتالي :

الجدول رقم (3.2) : النسب المالية المستخدمة

التصنيف	الرمز	النسبة
السيولة	L1	الأموال الدائمة/الأصول غير المتداولة
	L2	صافي رأسمال العامل/إجمالي الأصول
	L3	تدفق خزينة الاستغلال/مصرفات رأسمالية
	L4	تدفق خزينة الاستغلال/مصرفات رأسمالية +توزيعات الأرباح
	L5	تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الأصول
المديونية	E1	إجمالي الديون/إجمالي الأصول
	E2	الديون طويلة الأجل/إجمالي الأصول
	E3	أجمالي الديون/حقوق الملكية
	E4	الديون طويلة الأجل/حقوق الملكية
	E5	تدفق خزينة الاستغلال / إجمالي الديون

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على الدراسات السابقة والمراجع المعتمدة

المطلب الثالث: أدوات الدراسة:

من اجل الوصول إلى الأهداف البحث ولتقدير دوال التمييز الخاصة بالظاهرة المدروسة وهي تأثير نسب السيولة ونسب المديونية على القيمة السوقية للشركة وبالاستعانة بالدراسات السابقة سنعمد على نموذج بانل دايتا لاختبار فرضيات الدراسة، ودراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ، ومنه قياس مدى تفسير العوامل من خلال المتغيرات المستقلة المتشعبة بها للمتغير التابع، ومن اجل ذلك تم الاعتماد على الملحق رقم (02) وكذلك تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي EVIEWS 9.0.

1- مصفوفة الارتباط الصورية :

ننطلق في تفسير نتائج هذا التحليل من استخراج مصفوفة الارتباط، تمهيدا لحساب التباينات المشتركة والقيم الذاتية وكذلك ارتباط المتغيرات بالعوامل المفسرة للظاهرة موضوع الدراسة وتحليل الجداول، ومن اهم افتراضات هذا التحليل اختلاف القيمة المطلقة لمحدد مصفوفة معاملات الارتباط عن الصفر، وهو محقق في هذه الحالة، مما يدل على سلامة معطيات ونتائج التحليل .

الجدول (4.2) : مصفوفة الارتباط Matrice de correlation

	L1	L2	L3	L4	L5	E1	E2	E3	E4	E5	Y
Correlation	L1	1									

	L2	0.379	1								
		0	----								
	L3	0.628	0.468	1							
		0	0	----							
	L4	0.621	0.468	0.9942	1						
		0	0	0	----						
	L5	0.553	0.448	0.9669	0.972	1					
		0	0	0	0	----					
	E1	0.147	0.061	0.247	0.251	0.246	1				
		0.112	0.509	0.0068	0.006	0.007	----				
E2	0.164	0.042	0.1049	0.11	0.103	0.823	1				
	0.074	0.652	0.256	0.235	0.265	0	----				
E3	-0.04	0.013	-0.03	-0.02	-0.03	0.655	0.723	1			
	0.677	0.889	0.7487	0.823	0.759	0	0	----			

E4	0.028	0.024	-0.007	0.003	-0.02	0.571	0.734	0.969	1		
	0.758	0.797	0.9402	0.977	0.841	0	0	0	----		
E5	-0.13	0.024	-0.004	0.019	0.031	-0.4	-0.36	-0.22	0.185	1	
	0.144	0.797	0.9641	0.839	0.741	0	1E-04	0.019	0.044	----	
Y	-0.22	0.013	-0.078	-0.07	-0.03	-0.05	-0.15	-0.09	0.128	0.374	1
	0.016	0.891	0.3963	0.48	0.707	0.624	0.102	0.344	0.167	0	----

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EVIEWS 9.0

تبين إشارة معامل الارتباط السالبة والموجبة طبيعة العلاقة بين المتغيرين، أو العكسية أو الطردية على التوالي، بينما تبين قيمة معامل الارتباط r قوة العلاقة بين المتغيرين، لكن قبل أن نراعي القيمة معامل الارتباط لابد من دراسة الدلالة الإحصائية له، حيث يمكن أن يعطي r قيمة الارتباط، بينما لا توجد دلالة إحصائية في الواقع بين المتغيرات (قيمة العشوائية)، من أجل ذلك نقارن القيمة الاحتمالية Sig بمستوى معنوية في (5 في المائة)، حيث إذا كانت القيمة الاحتمالية Sig أقل من 0.05، فإن قيمة معامل الارتباط تختلف معنويا عن الصفر، إي توجد دلالة إحصائية لارتباط الخطي بين متغيرين.

2- اقتراح نماذج قياسية لقيمة المؤسسة بدلالة السيولة والمديونية:

تهدف من خلال هذه الدراسة الى بناء نموذج إحصائي بين سعر السهم كمتغير تابع والمتغيرات المستقلة المسؤولة عن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم ففي هذا الجانب سنحاول الاستفادة من الأساليب القياسية لنمذجة العلاقات الاقتصادية في اقتراح معادلة تمثل تغيرات قيمة المؤسسة بدلالة كل من نسب السيولة ونسب المديونية، وهذا باستخدام منهجية بانل دايتا (panel Data).

1-2- تقدير معادلات قيمة المؤسسة بدلالة نسب السيولة :

با اعتماد على الملحق رقم () الذي يحتوي على القيمة السوقية والملحق () الذي يحتوي على نسب السيولة، سنحاول اقتراح نموذج قياسي يمثل العلاقة بين هذه المتغيرات وفق المنهجية المتبعة في نمذجة البيانات بواسطة (panel Data)، حيث تتغير مؤشرات الدراسة حسب التغير الزمني (2009-2014) وكذلك المقطعي (20 مؤسسة) لذلك سنحاول في ما يلي تقدير ثلاث نماذج المعروفة في ذلك :

✓ النموذج التجميعي PRM؛

✓ نموذج التأثيرات الثابتة FEM؛

✓ نموذج التأثيرات العشوائية REM.

✓ النموذج التجميعي الأولي لقيمة المؤسسة بدلالة نسب السيولة :

في مثل هذا النموذج نقدر العلاقة الخطية لقيمة المؤسسة بدلالة نسب السيولة، باعتبار ان هذه المتغيرات تمثل مؤسسة واحدة

$$Y_j = \beta_0 + \epsilon_j \beta_1 A_j + \dots + \epsilon_j \beta_t$$

(إلغاء الجانب المقطعي). وعليه تكون صيغة النموذج :

ويتم تقديره بواسطة طريقة المربعات الصغرى، وقد كانت نتائج تقدير هذا النموذج بإدخال القيمة السوقية المعبر عنها بسعر سهم (P) كمتغير تابع، نسب السيولة (L1 L2 L3 L4 L5) كمتغيرات مستقلة وذلك بالاستعانة بـ (EViews 9.0) كمايلي:

جدول رقم (5.2) : النتائج التقدير لنموذج التجميعي لقيمة السوقية بدلالة نسب السيولة

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	11.77110	6.317844	74.36795	C
0.0349	-2.135601	0.275082	-0.587465	L1
0.5740	0.563843	2.557277	1.441903	L2
0.2638	-1.123119	3.184694	-3.576790	L3
0.4279	0.795736	3.716200	2.957113	L4
0.4599	0.741599	16.74629	12.41903	L5
70.54000	Mean dependent var		0.073778	R-squared
61.04555	S.D. dependent var		0.032794	Adjusted R-squared
11.07688	Akaike info criterion		60.03623	S.E. of regression
11.21700	Schwarz criterion		407291.5	Sum squared resid
11.13378	Hannan-Quinn criter.		-653.0743	Log likelihood
0.144185	Durbin-Watson stat		1.800188	F-statistic
			0.118422	Prob(F-statistic)

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EViews 9.0

حيث كانت المعادلة من الشكل التالي :

$$Y = 74.3679504745 - 0.587465247081 * L1 + 1.44190330806 * L2 - 3.57678971596 * L3 + 2.95711297633 * L4 + 12.4190312423 * L5$$

من خلال الجدول أعلاه يثبت عدم وجود دلالة إحصائية لجميع معاملات نسب السيولة (L2 L3 L4 L5) ونسب لان (Prob) أكبر من 0.05) بإستثناء نسبة (L1) التي كان لها دلالة إحصائية اي القيمة الاحتمالية (Prob) للمعلمة المقدرة (L1) اقل من 0.05 .

✓ نموذج التأثيرات الثابتة :

يفترض هذا النموذج ان العلاقة بين المتغير التابع قيمة المؤسسة والمتغيرات المستقلة نسب السيولة ونسب المديونية مطابقة لجميع الشركات، ويكون الهدف من هذا النموذج هو معرفة العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسب السيولة ونسب المديونية ولكن في كل مؤسسة على حدى من خلال جعل معلمة المقطع حيث تتفاوت من مجموعة إلى أخرى، مع بقاء معاملات الميل بيتا ثابتة لكل

مجموعة مقطعية (شركة داخلية)، يرجع الاختلاف في الحد الثابت من شركة إلى أخرى، إلى اختلاف النمط السلوكي لتأثير نسب السيولة ونسب المديونية على قيمة المؤسسة من وحدة إلى أخرى، ولتقدير هذا النموذج نستعمل متغيرات وهمية تقدر بـ (n-1) من اجل تفادي مشكل التعدد الخطي التام، ثم نستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية لذلك يسمى هذا النموذج بـ نموذج التأثيرات الثابتة، وأحيانا يسمى نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية. وعليه تكون صيغة هذا النموذج:

$$Y_{ij} = \alpha_i + \sum_{j=1}^k \beta_j A_{jt} + \epsilon_{ij}$$

وبالاعتماد على EVIEWS 9.0 كانت النتائج التقديرية لهذا النموذج كمايلي:

الجدول رقم (6.2) : النتائج التقديرية لنموذج التأثيرات الثابتة لقيمة المؤسسة بدلالة نسب السيولة

Dependent Variable: Y
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/05/16 Time: 21:07
 Sample: 2009 2014
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 20
 Total panel (unbalanced) observations: 119

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	18.35661	4.049455	74.33427	C
0.2216	-1.230563	0.321387	-0.395487	L1
0.3241	0.991257	1.065841	1.056523	L2
0.3259	-0.987641	1.312371	-1.296152	L3
0.7326	0.342744	1.483702	0.508530	L4
0.2694	1.110924	8.195370	9.104437	L5

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)		
70.54000	Mean dependent var	0.896068R-squared
61.04555	S.D. dependent var	0.869532Adjusted R-squared
9.208831	Akaike info criterion	22.04988S.E. of regression
9.792680	Schwarz criterion	45702.54Sum squared resid
9.445914	Hannan-Quinn criter.	-522.9254Log likelihood
1.131991	Durbin-Watson stat	33.76815F-statistic
		0.000000Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EVIEWS 9.0

حيث كانت المعادلة من الشكل التالي :

$$Y = 74.3342688366 - 0.395486743909*L1 + 1.05652277506*L2 - 1.29615194419*L3 + 0.508529856224*L4 + 9.1044365555*L5$$

من خلال الجدول أعلاه يثبت عدم وجود دلالة إحصائية لجميع معاملات نسب السيولة (L1 L2 L3 L4 L5) لان القيمة الاحتمالية Prob للمعالم المقدرة اكبر من 0.05، أي أن هذا النموذج غير مقبول إحصائياً (ليس له تفسير) .

✓ نموذج التأثيرات العشوائية :

يقدر هذا النموذج العلاقة بين المتغير التابع قيمة المؤسسة والمتغيرات المستقلة نسب السيولة نسب المديونية ويفرض هذا النموذج قيمة التباين ثابت، وانه لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء خلال الزمن في كل مؤسسة حيث لا تصلح طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معاملات REM كونها تعطي مقدرات ليست ذات كفاءة، ولها أخطاء قياسية غير صحيحة لذلك نستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة. وعليه تكون صياغة هذا النموذج:

$$\begin{cases} v(\xi_{i,t}) = \int_2 \\ cov(\xi_{i,t}, \xi_{j,t}) = 0 \end{cases}$$

ولقد كانت نتائج تقدير هذا النموذج وفق ما يلي:

الجدول رقم (7.2) : النتائج التقديرية لنموذج التأثيرات العشوائية لقيمة السوقية بدلالة نسب السيولة

Dependent Variable: Y
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/05/16 Time: 21:12
 Sample: 2009 2014
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 20
 Total panel (unbalanced) observations: 119
 Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	6.483056	11.50067	74.55952	C
0.0845	-1.740419	0.258244	-0.449453	L1
0.2628	1.125514	1.018601	1.146450	L2
0.2699	-1.108636	1.291406	-1.431698	L3
0.6935	0.395140	1.476980	0.583613	L4
0.1881	1.324295	7.516951	9.954662	L5

Effects Specification	
Rho	S.D.
0.8313	48.94892
0.1687	22.04988

Weighted Statistics		
12.77288	Mean dependent var	0.035598
22.50013	S.D. dependent var	-0.007075
57716.04	Sum squared resid	22.60003
0.899559	Durbin-Watson stat	0.834204

0.528055Prob(F-statistic)		
Unweighted Statistics		
70.54000	Mean dependent var	0.064788R-squared
0.126248	Durbin-Watson stat	411244.7Sum squared resid

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EVIEWS 9.0

حيث كانت المعادلة من الشكل التالي :

$$Y = 74.559520847 - 0.449452853885*L1 + 1.14644961164*L2 - 1.4316981304*L3 + 0.583613226353*L4 + 9.95466190798*L5$$

من خلال الجدول أعلاه يثبت عدم وجود دلالة إحصائية لجميع معاملات نسب السيولة (L1 L2 L3 L4 L5) لان اي ان القيمة الاحتمالية Prob للمعالم المقدرة اكبر من 0.05، أي ان هذا النموذج غير مقبول إحصائياً (ليس له تفسير)

✓ اختبار المفاضلة LM :

يقوم هذا الاختبار على المفاضلة بين كل من نموذج التأثيرات التجميعية وبين كل من نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية

لدينا الفرضيات التالية:

نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية هو الملائم لدراسة العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسب السيولة والمديونية = H0

نموذج التأثيرات التجميعية هو الملائم لدراسة العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسب السيولة والمديونية = H1

جدول رقم (8.2): النتائج التقديرية لنموذج LM لقيمة السوقية بدلالة نسب السيولة

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
Both	Test Hypothesis		
	Time	Cross-section	
219.8854 (0.0000)	1.676044 (0.1955)	218.2093 (0.0000)	Breusch-Pagan
9.529883 (0.0000)	-1.294621 --	14.77191 (0.0000)	Honda
5.590526 (0.0000)	-1.294621 --	14.77191 (0.0000)	King-Wu
6.781579	-1.110007	15.27360	Standardized Honda

(0.0000)	--	(0.0000)	
3.069678 (0.0011)	-1.110007 --	15.27360 (0.0000)	Standardized King-Wu
218.2093 (< 0.01)	--	--	Gourierioux, et al.*

*Mixed chi-square asymptotic critical values:

7.289	1%
4.321	5%
2.952	10%

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EVIEWS 9.0

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن $(0.05 > Prob)$ ومنه نقبل الفرضية H_1 ونرفض H_0 أي أن نموذج التأثيرات التجميعية PRM هو الملائم لإدخال جميع متغيرات المستقلة أي نسب السيولة على قيمة السوقية .

✓ نتائج اختبار النموذج الأمثل:

على ضوء ما سبق وهو عدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية في النموذج التجميعي لذلك، لذا سنلجأ إلى بناء عدة نماذج إحصائية، و من ثم نقوم باختيار النموذج الأمثل الذي يفسر العلاقة بين المتغيرات، وذلك من خلال حذف في كل مرة متغير من المتغيرات المستقلة أو حذف ثابت الانحدار ومن ثم إعادة تقدير النموذج الذي يدرس لنا اثر نسب السيولة على القيمة السوقية وهذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (9.2) : عينة من اختبارات النماذج لتفسير العلاقة القيمة السوقية بدلالة نسب السيولة

الرقم	المعادلة النموذج	Prob					
		C	E1	E2	L3	L4	L5
01	$P=c +L1+L2+L3+L4+L5$	0.0000	0.0349	0.5740	0.2638	0.4279	0.4599
02	$P=c +L1+L3+L4+L5$	0.0000	0.0389	-	0.2650	0.4161	0.4577
03	$P=c +L1 +L3+L4$	0.0000	0.0181	-	0.2832	0.2297	-
04	$P=c +L1+ L4$	0.0000	0.0120	-	-	0.3120	-
05	$P=c +L1$	0.0000	0.0157	-	-	-	-

R2	Prob F	AKAIKE	Schwarz
0.073778	0.118422	11.07688	11.21700
0.071172	0.075196	11.06288	11.17965
0.066647	0.046721	11.05093	11.14435
0.057210	0.032814	11.04419	11.11425
0.048831	0.015733	11.03623	11.08294

المصدر : من إعداد الباحث اعتماداً على الملحق رقم (04) باستخدام برنامج Eviews

من أجل الوصول إلى النموذج الذي يفسر أثر نسب السيولة على سعر السهم السوقي وبتالي القيمة السوقية تم بناء مجموعة من النماذج، اعتماداً على ملحق رقم (04)، لقد تم اختيار النموذج الأمثل الذي يفسر العلاقة بين هذه التغيرات بناء على معايير المفاضلة الإحصائية ومن النتائج المتوصل إليها و المبينة في الجدول أعلاه وقع اختيارنا النموذج رقم (05) .

الجدول رقم (10.2) : نتائج اختبار النموذج الأمثل المختار

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 05/05/16 Time: 22:33
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 20
Total panel (unbalanced) observations: 119

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	12.82261	5.937710	76.13695	C
0.0157	-2.450810	0.203079	-0.497708	L1

70.54000	Mean dependent var	0.048831	R-squared
61.04555	S.D. dependent var	0.040701	Adjusted R-squared
11.03623	Akaike info criterion	59.79034	S.E. of regression
11.08294	Schwarz criterion	418261.6	Sum squared resid
11.05520	Hannan-Quinn criter.	-654.6556	Log likelihood
0.130583	Durbin-Watson stat	6.006469	F-statistic
		0.015733	Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد الطالبة اعتماداً على برنامج EViews 9.0

حيث كانت المعادلة من الشكل التالي :

$$Y = 76.1369468029 - 0.497708354203 * L1$$

تشخيص القوة الإحصائية لنموذج:

أ- اختبار جودة التوفيق " معامل التحديد R_2 : لاحظنا أن $R_2 = 0.048831$ (أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته (4 في المائة) من التغيرات الإجمالية في التابع، أما النسبة الأخرى تفسرها المتغيرات المتبقية غير مقدرة في النموذج وهذا دليل ان لنموذج قوة تفسيرية ضعيفة جداً

ب- اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) للمعلمة (L1) أقل تماماً من مستوى معنوية (5 في المائة) أي أن المعلمة المقدرة تختلف معنوياً عن الصفر و بالتالي للنموذج المقدر معنوية إحصائية (له تفسير) .

ج- اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

لاحظنا أيضاً أن القيمة الاحتمالية المرفقة بـ (prob – F statistic) أقل تماماً من مستوى المعنوية (5 في المائة)، أي أنو توجد على الأقل معلمة تختلف عن الصفر بمعنى أن للنموذج معنوية إحصائية كلية يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى المعنوية .

2-2- تقدر معادلات قيمة المؤسسة بدلالة نسب المديونية :

✓ النموذج التجميعي الأولي لقيمة المؤسسة بدلالة نسب المديونية :

في مثل هذا النموذج نقدر العلاقة الخطية لقيمة المؤسسة بدلالة نسب المديونية، وقد كانت نتائج تقدير هذا النموذج بإدخال القيمة السوقية المعبر عنها بسعر سهم (p) كمتغير تابع، نسب المديونية (E1 E2 E3 E4 E5) كمتغيرات مستقلة وذلك بالاستعانة بـ (EViews 9.0) كمايلي :

جدول رقم (11.2) : نتائج تقدير النموذج التجميعي لقيمة المؤسسة بدلالة نسب المديونية

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 05/05/16 Time: 23:10
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 20
Total panel (unbalanced) observations: 119

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0124	2.540319	13.77773	34.99983	C
0.2582	1.136320	50.34141	57.20397	E1
0.5272	-0.634227	58.98826	-37.41195	E2
0.2873	1.069121	10.17587	10.87923	E3
0.2308	-1.204847	11.18165	-13.47218	E4
0.0000	4.520249	13.65176	61.70936	E5
70.54000	Mean dependent var		0.194437	R-squared
61.04555	S.D. dependent var		0.158792	Adjusted R-squared

10.93731	Akaike info criterion	55.98938	S.E. of regression
11.07743	Schwarz criterion	354233.6	Sum squared resid
10.99421	Hannan-Quinn criter.	-644.7697	Log likelihood
0.194039	Durbin-Watson stat	5.454905	F-statistic
		0.000156	Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EViews 9.0

حيث كانت المعادلة من الشكل التالي :

$$Y = 34.9998335859 + 57.2039722534 * E1 - 37.4119503415 * E2 + 10.8792298702 * E3 - 13.4721778624 * E4 + 61.7093614589 * E5$$

من خلال الجدول أعلاه يثبت عدم وجود دلالة إحصائية لجميع معاملات نسب المديونية ذلك لان القيم الاحتمالية (Prob) للمعالم المقدرة (E1 E2 E3 E4 E5) اكبر تماماً من مستوى المعنوية (5 في المائة)، وبالتالي ليس لها معنوية إحصائية أي أن هذه المعالم لا تختلف معنوياً عن الصفر، ومنه لا يوجد للنموذج تفسير .

✓ نموذج التأثيرات الثابتة :

الجدول رقم (12.2) : النتائج التقديرية لنموذج التأثيرات الثابتة لقيمة السوقية بدلالة نسب المديونية

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 05/05/16 Time: 23:22				
Sample: 2009 2014				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 20				
Total panel (unbalanced) observations: 119				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	7.669329	8.302623	63.67555	C
0.7964	-0.258763	33.27200	-8.609547	E1
0.5150	-0.653515	45.86329	-29.97235	E2
0.0012	3.349955	4.859343	16.27858	E3
0.0014	-3.302910	5.362839	-17.71297	E4
0.0001	4.228264	9.010107	38.09711	E5
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
70.54000	Mean dependent var	0.921543R-squared		
61.04555	S.D. dependent var	0.901512Adjusted R-squared		
8.927641	Akaike info criterion	19.15785S.E. of regression		
9.511490	Schwarz criterion	34500.16Sum squared resid		
9.164724	Hannan-Quinn criter.	-506.1946Log likelihood		
1.579959	Durbin-Watson stat	46.00459F-statistic		
		0.000000Prob(F-statistic)		

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EViews 9.0

وكانت المعادلة من الشكل التالي:

$$Y = 63.6755485554 - 8.60954653562 * E1 - 29.9723512072 * E2 + 16.2785785481 * E3 - 17.7129742114 * E4 + 38.0971122717 * E5$$

من خلال الجدول أعلاه يثبت وجود دلالة إحصائية لكل من معاملات نسب المديونية (E1 E2 E3) ذلك لان القيم الاحتمالية (Prob) للمعالم المقدرة (E1 E2 E3) اصغر تماماً من مستوى المعنوية (5 في المائة)، ولا توجد دلالة إحصائية لكل من معاملي (E1 E2) ذلك لان القيم الاحتمالية Prob للمعالم المقدرة (E1 E2) اكبر تماماً من (5 في المائة). نموذج التأثيرات العشوائية :

الجدول رقم (13.2) : النتائج التقديرية لنموذج التأثيرات العشوائية للقيمة السوقية بدلالة نسب المديونية

Dependent Variable: Y				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 05/05/16 Time: 23:40				
Sample: 2009 2014				
Periods included: 6				
Cross-sections included: 20				
Total panel (unbalanced) observations: 119				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0001	3.931591	15.71624	61.78982	C
0.8451	-0.195851	32.26610	-6.319347	E1
0.5210	-0.643748	43.28587	-27.86519	E2
0.0011	3.339926	4.806427	16.05311	E3
0.0013	-3.296968	5.302678	-17.48276	E4
0.0000	4.469527	8.779904	39.24202	E5
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.9086	60.39783 Cross-section random			
0.0914	19.15785 Idiosyncratic random			
Weighted Statistics				
9.069261	Mean dependent var	0.250435 R-squared		
21.26923	S.D. dependent var	0.217268 Adjusted R-squared		
40054.15	Sum squared resid	18.82715 S.E. of regression		
1.368130	Durbin-Watson stat	7.550802 F-statistic		
		0.000004 Prob(F-statistic)		
Unweighted Statistics				
70.54000	Mean dependent var	0.160352 R-squared		
0.148418	Durbin-Watson stat	369221.7 Sum squared resid		

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EVIEWS 9.0

وكانت المعادلة من الشكل التالي:

$$Y = 61.7898243555 - 6.31934666803 * E1 - 27.8651908621 * E2 + 16.0531103014 * E3 - 17.4827577939 * E4 + 39.2420155871 * E5$$

من خلال الجدول أعلاه يثبت وجود دلالة إحصائية لكل من معاملات نسب المديونية (E1 E2 E3) ذلك لان القيم الاحتمالية (Prob) للمعالم المقدرة (E1 E2 E3) اصغر تماماً من مستوى المعنوية (5 في المائة)، ولا توجد دلالة إحصائية لكل من معاملي (E1 E2) ذلك لان القيم الاحتمالية Prob للمعالم المقدرة (E1 E2) اكبر تماماً من مستوى المعنوية (5 في المائة).

✓ اختبار Hausman :

يقوم هذا الاختبار على المفاضلة بين كل من نموذج التأثيرات العشوائية و نموذج التأثيرات العشوائية، وفق هذا الاختبار نختبر الفرضيتين التاليتين :

نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لدراسة العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسب المديونية = H₀

نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لدراسة العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسب المديونية = H₁

إذا كانت Hausman اكبر من القيمة المجدولة بـ كاي مربع X² او إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار (Prob اكبر 0.05) نرفض الفرضية H₁ ونقبل الفرضية H₀ .

جدول رقم (14.2) : النتائج التقديرية لنموذج Hausman لقيمة السوقية بدلالة نسب والمديونية

Correlated Random Effects - Hausman Test		
Equation: Untitled		
Test cross-section random effects		
Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic
0.9400	5	1.250100

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EVIEWS 9.0

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن (Prob > 0.05) ومنه نقبل الفرضية H₀ ونرفض H₁ أي ان نموذج REM (العشوائي) هو الملائم لإدخال جميع متغيرات المستقلة أي نسب المديونية على قيمة الشركة .

✓ نتائج اختبار النموذج الأمثل:

على ضوء ما سبق سنقوم ببعض التعديلات على نموذج التأثيرات العشوائية، بغية الوصول إلى النموذج الأمثل الذي يفسر لنا العلاقة بين المتغيرات، لذا سنلجأ إلى بناء عدة نماذج إحصائية في الملحق (05)، بناء على معيار المفاضلة الإحصائية، وذلك من خلال حذف في كل مرة متغير من المتغيرات المستقلة أو حذف ثابت الانحدار ومن ثم إعادة تقدير النموذج الذي يدرس لنا اثر نسب المديونية على القيمة السوقية وهذا ما يبينه الجدول التالي :

الجدول رقم (15.2) : عينة من اختبارات النماذج لتفسير العلاقة القيمة السوقية بدلالة نسب المديونية

الرقم	المعادلة	Prob				
		C	E1	E2	E3	E4
01	$P= c +E1+E2+E3+E4+E5$	0.0001	0.8451	0.5210	0.0011	0.0013
02	$P= c +E2+E3+E4+E5$	0.0001	-	0.1992	0.0001	0.0002
03	$P= c +E3+E4+E5$	0.0001	-	0.0003	0.0002	0.0003
				E5	R2	Prob F
				0.0000	0.250435	0.000004
				0.0000	0.249790	0.000001
				0.0000	0.237894	0.000001

المصدر : من إعداد الباحث اعتماداً على الملحق رقم (05) بإستخدام برنامج Eviews

ومن النتائج المتوصل إليها المبينة في الجدول أعلاه وبناء على معايير المفاضلة الإحصائية وقع اختيارنا النموذج الأمثل رقم (03)

الجدول رقم (16.2) : نتائج اختبار النموذج الأمثل المختار

Dependent Variable: Y
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/06/16 Time: 00:17
 Sample: 2009 2014
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 20
 Total panel (unbalanced) observations: 119
 Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0001	4.019228	13.36052	53.69897	C

0.0002	3.812565	3.790077	14.44991	E3
0.0003	-3.748444	4.337801	-16.26000	E4
0.0000	5.005618	8.357906	41.83648	E5
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.9003	57.55635	Cross-section random		
0.0997	19.15384	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
9.507093	Mean dependent var	0.237894	R-squared	
21.39618	S.D. dependent var	0.218013	Adjusted R-squared	
41215.48	Sum squared resid	18.93134	S.E. of regression	
1.346713	Durbin-Watson stat	11.96586	F-statistic	
		0.000001	Prob(F-statistic)	
Unweighted Statistics				
70.54000	Mean dependent var	0.170866	R-squared	
0.152237	Durbin-Watson stat	364598.4	Sum squared resid	

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EViews 9.0

تشخيص القوة الإحصائية لنموذج:

أ- اختبار جودة التوفيق " معامل التحديد R_2 : لاحظنا أن $R_2 = (0.2378)$ أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته (23.78 في المائة) من التغيرات الإجمالية في التابع، أما النسبة الأخرى تفسرها المتغيرات المتبقية غير مقدرة في النموذج وهذا دليل إن لنموذج قوة تفسيرية ضعيفة .

ب- اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (Prob) للمعلمة (E3 E4 E5) أقل تماماً من مستوى معنوية (5 في المائة) أي أن المعلمة المقدرة تختلف معنوياً عن الصفر و بالتالي للنموذج المقدر معنوية إحصائية (له تفسير) .

ج- اختبار المعنوية الكلية للنموذج: نلاحظ أيضاً أن القيمة الاحتمالية المرفقة ب (prob - F statistic) تقدر ب (0.000001) أقل تماماً من مستوى المعنوية (5 في المائة)، أي أنه توجد على الأقل معلمة تختلف عن الصفر بمعنى أن للنموذج معنوية إحصائية كلية يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى المعنوية .

وعلى ضوء ما سبق فإن النموذج مقبول إحصائياً (له تفسير)، و بناء على ذلك يمكن صياغة معادلة النموذج كالتالي:

$$Y = 53.6989710237 + 14.4499120135 * E3 - 16.2600023322 * E4 + 41.8364819354 * E5$$

المبحث الثالث: تحليل و تفسير نتائج الدراسة

المطلب الاول: نتائج الدراسة:

بعد ما توصلنا إلى مجموعة من النتائج في المبحث السابق سيتم في هذا المبحث تحليل ما تم التوصل إليه و تفسيره و من ثم اختبار صحة فرضيات الدراسة و ذلك من أجل الوصول إلى نتيجة نهائية .

1 - تحليل نتائج العلاقة بين نسب السيولة والقيمة السوقية :

من خلال الجدول رقم (10) الذي على أساسه تم اختيار النموذج الأمثل الذي يبين العلاقة بين سعر السهم السوقي وبتالي القيمة السوقية بدلالة نسبة السيولة (الأموال الدائمة إلى الأصول غير المتداولة) منه تم استنتاج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات، وكانت معادلة النموذج كالتالي :

$$Y = 76.1369468029 - 0.497708354203 * L1$$

C : هي قيمة سعر السهم السوقي عند انعدام (الأموال الدائمة إلى الأصول غير المتداولة) أي عندما تتساوى (الأموال الدائمة إلى الأصول غير المتداولة) الصفر فإن القيمة المقدرة لسعر السهم السوقي هي 76.13 وحدة نقدية.
E1 : هي التغير المقدر لسعر السهم السوقي عند زيادة الأموال الدائمة إلى الأصول غير المتداولة بوحدة واحدة ، أي كلما تزيد الأموال الدائمة إلى الأصول غير المتداولة بوحدة واحدة تنخفض قيمة سعر السهم السوقي بـ 0.49 وحدة نقدية ومنه توجد علاقة عكسية بين المتغيرين.

2 - تحليل نتائج العلاقة بين نسب المديونية والقيمة السوقية :

من خلال الجدول رقم (17) الذي على أساسه تم اختيار النموذج الأمثل الذي يبين العلاقة بين القيمة السوقية بدلالة كل من نسب المديونية: (إجمالي الديون إلى حقوق الملكية و الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية و تدفق خزينة الاستغلال إلى إجمالي الديون) منه تم استنتاج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات، وكانت معادلة النموذج كالتالي:

$$Y = 53.6989710237 + 14.4499120135 * E3 - 16.2600023322 * E4 + 41.8364819354 * E5$$

C: هي قيمة سعر السهم السوقي عند انعدام كلا من (إجمالي الديون إلى حقوق الملكية و الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية و تدفق خزينة الاستغلال إلى إجمالي الديون) أي عندما تتساوى (إجمالي الديون إلى حقوق الملكية و الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية و تدفق خزينة الاستغلال إلى إجمالي الديون) الصفر فإن القيمة المقدرة لسعر السهم السوقي هي 53.69 وحدة نقدية .

E3: هي التغير المقدر لقيمة سعر السهم السوقي عند زيادة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية بوحدة واحدة مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة (الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية و تدفق خزينة الاستغلال إلى إجمالي الديون)، أي كلما تزيد إجمالي الديون إلى حقوق الملكية بوحدة واحدة مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة تزيد قيمة سعر السهم السوقي بـ 14.44991 وحدة نقدية ومنه توجد علاقة طردية بين المتغيرين .

E4: هي التغير المقدر لقيمة سعر السهم السوقي عند زيادة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية بوحدة واحدة مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة (إجمالي الديون إلى حقوق الملكية وتدفق خزينة الاستغلال إلى إجمالي الديون)، أي كلما تزيد الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية تنخفض قيمة سعر السهم بـ 16.26 وحدة نقدية، ومنه توجد علاقة عكسية بين المتغيرين،

E5: هي التغير المقدر للقيمة سعر السهم السوقي عند زيادة تدفق خزينة الاستغلال إلى إجمالي الديون بوحدة واحدة مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة (إجمالي الديون إلى حقوق الملكية و الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية)، أي كلما تزيد تدفق خزينة الاستغلال إلى إجمالي الديون تزيد قيمة سعر السهم السوقي بـ 41.83 وحدة نقدية .

المطلب الثاني: مناقشة النتائج :

على ضوء ماسبق من النتائج المتوصل إليها سنقوم في هذا الجزء بمناقشتها :

1 - نلاحظ إن متغيرات السيولة (صافي رأسمال العامل إلى إجمالي الأصول، تدفق خزينة الاستغلال إلى مصروفات رأسمالية، تدفق خزينة الاستغلال إلى مصروفات رأسمالية +توزيعات الأرباح، تدفق خزينة الاستغلال إلى إجمالي الأصول) ليس لها تأثير على سعر السهم وبتالي القيمة السوقية ، ما عاد نسبة (الأموال الدائمة إلى الأصول غير المتداولة) التي لها تأثير على سعر السهم السوقي وبتالي القيمة السوقية حيث تأثر هذه النسبة على سعر السهم السوقي بشكل سلبي، نلاحظ هنا انه توجد علاقة عكسية بين نسبة السيولة الدائمة وسعر السهم السوقي، حيث انه في الحالة العادية أن نسبة السيولة الدائمة تعبر عن الأداء الجيد للشركة حيث أنها تستطيع تمويل أصولها الثابتة من خلال أموالها الدائمة وهذا يؤثر إيجاباً على سعر السهم السوقي، إلا أنها في هذه الشركات نلاحظ أن هذه النسبة كبيرة جداً أي أن الأموال الدائمة أكبر من الأصول الثابتة بسبع مرات إلى أكثر وهذا يدل على عدم الاستغلال الغير جيد للموارد الشركة حيث تزيد من تكلفة رأسمالها دون الحاجة إليها وذلك بزيادة الفائدة على الديون طويلة الأجل وزيادة العائد المطلوب من قبل المساهمين وهذا يدل على الإفراط في جمع الأموال أي التسيير غير جيد لموارد الشركة وبتالي أثرت سلباً على سعر السهم السوقي لشركة .

2 - نلاحظ إن المتغيرات المستقلة للمديونية الثلاث (إجمالي الديون إلى حقوق الملكية و الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية وتدفق خزينة الاستغلال إلى إجمالي الديون) تؤثر على سعر السهم السوقي وبتالي على القيمة السوقية، حيث تأثر نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية بشكل إيجابي على سعر سهم السوقي وبتالي على القيمة السوقية، وبتالي الزيادة في هذه النسبة يؤدي إلى

تقليل من تكاليف الرأسمالية وذلك راجع إلى أن تكلفة الدين أكبر من تكلفة الأموال الخاصة وهذا يؤدي إلى زيادة في أرباح الشركة مما ينعكس إيجاباً على سعر سهم السوق للشركة مع العلم أن الشركات لديها سمعة جيدة نتيجة قدرتها على الوفاء بديونها. كما تؤثر نسبة تدفق خزينة الاستغلال بشكل إيجابي أيضاً، تعبر هذه النسبة على مدى مواجهة إجمالي الديون من خلال تدفق خزينة الاستغلال وهذا يدل على قدرة الشركة على الوفاء بديونها وبالتالي كلما ارتفعت هذه النسبة تؤدي إلى الرفع من قيمة السوقية لشركة. في حين تؤثر نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية بشكل سلبي وقد يعود ذلك إلى الاعتماد المفرط على الديون طويلة الأجل على حساب أموال الملكية وهذا من شأنه يقلل من النتيجة الصافية وهذا راجع إلى ارتفاع تكاليف طويلة الأجل وهذا ما يفسر العكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل/حقوق الملكية وسعر السهم السوقية .

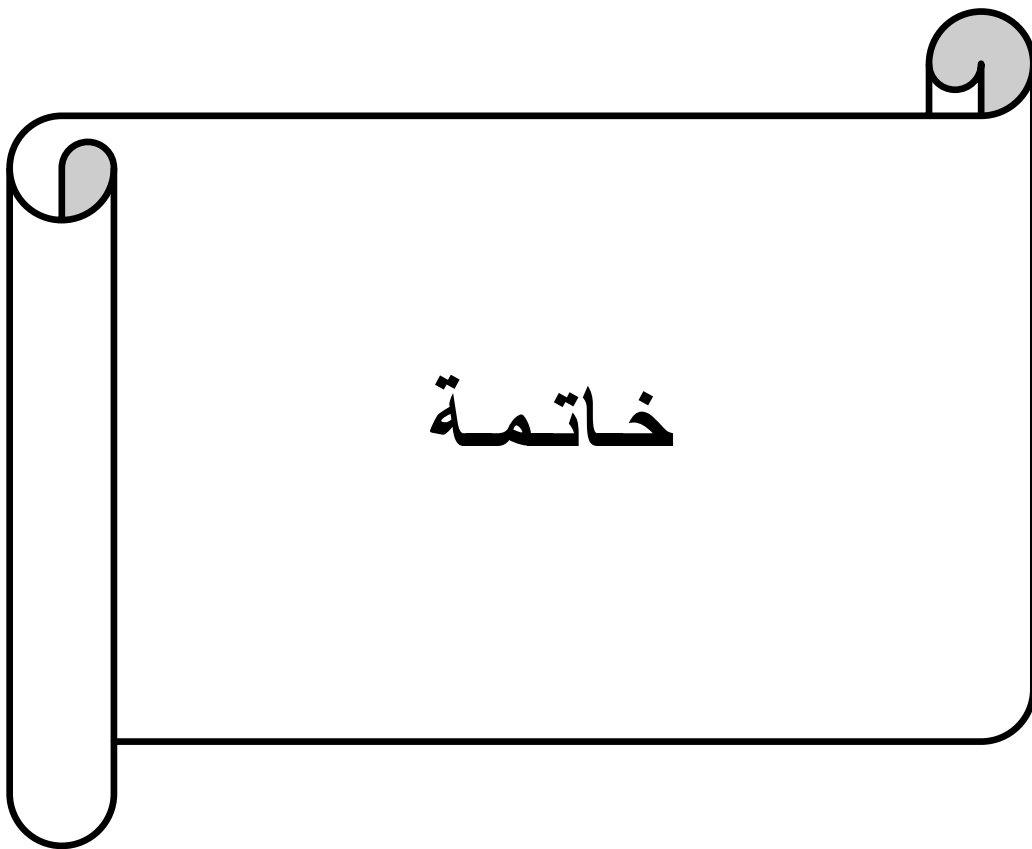
3- نلاحظ أن نسب المديونية أكثر تأثيراً من نسب السيولة على سعر السهم السوقية وبالتالي على القيمة المؤسسة، وكان المتغير المستقل الأكثر تأثيراً على سعر السهم السوقية وبالتالي القيمة السوقية هو نسبة تدفق الخزينة إلى إجمالي الديون .

الخلاصة:

حاولنا في هذا الفصل الإجابة على فرضيات الدراسة من خلال البحث عن النماذج التي تفسر العلاقة بين كل من القيمة السوقية ونسب السيولة والمديونية ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها :

- عدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين نسبة السيولة (صافي رأسمال العامل إلى إجمالي الأصول، تدفق خزينة الاستغلال إلى مصروفات رأسمالية، تدفق خزينة الاستغلال إلى مصروفات رأسمالية + توزيعات الأرباح، تدفق خزينة الاستغلال إلى إجمالي الأصول) والقيمة السوقية المعبر عنها بسعر السهم السوقية، استثناء نسبة (الأموال الدائمة إلى الأصول غير المتداولة) التي كان لها علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية وبتالي سعر السهم السوقية؛

- وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين كل من نسب المديونية (إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية وتدفق خزينة الاستغلال إلى إجمالي الديون) ، وعدم وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية لنسب المديونية الأخرى (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول و الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول) و القيمة السوقية المعبر عنها بسعر السهم السوقية .



خاتمة

حاولنا في هذه البحث دراسة لتأثير نسب السيولة ونسب المديونية، حيث من خلاله أردنا الإجابة على الإشكالية التالية: ما مدى تأثير نسب السيولة والمديونية على القيمة السوقية للشركات المسعرة في السوق القطري للوراق المالية خلال الفترة الممتدة (2009-2014).

ومن أجل تحقيق ذلك اعتمدنا على عينة من الشركات المدرجة في سوق قطر للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة (2009-2014)، و بناء على ذلك تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول، الفصل الأول أوجزنا فيه المفاهيم المرتبطة بمتغيرات الدراسة، أما الفصل الثاني فقد تم تقديم الدراسات السابقة المتعلقة بالإشكالية البحث، وفي الفصل الثالث كان تطبيقي استعنا فيه على تحليل نموذج بانل ديتا، وقد أفرزت الدراسة مجموعة من النتائج و كذا بعض التوصيات الموجهة إلى إدارة السوق القطري وسنوردها كمايلي:

✓ نتائج الدراسة واختبار الفرضيات :

1 - أن نسب السيولة في هذه الدراسة أوضحت أنها ليس لها تأثير على سعر السهم السوقي وبالتالي قيمة السوقية استثناء نسبة (الأموال الدائمة إلى الأصول غير المتداولة)، وذلك بالشكل السليبي حيث بلغت القوة التفسيرية إلى (4 في المائة) وهي نسبة جد ضعيفة، وهنا لم تتوافق دراستي مع دراسة (Swabir Masoud Abdalla) والتي توصلت إلى نتائج بأنه توجد علاقة جد قوية بين نسب السيولة والقيمة السوقية .

وبالتالي فإنه ومن خلال النتائج المتوصل إليها بعد دراستنا فقد تم إثبات صحة الفرضية الثانية المقترحة جزئياً، التي افترضنا فيها أن نسب تأثر على قيمة المؤسسة المدرجة في بورصة قطر للفترة (2009-2014)؛

2- من خلال نموذج بانل دايتا استنتجنا أن نسب المديونية الثلاثة (إجمالي الديون إلى حقوق الملكية والديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية وتدفع خزينة الاستغلال إلى إجمالي الديون) من كل النسب المدروسة الأخرى تأثر على سعر السهم السوقي وبالتالي على قيمة المؤسسة، فتوصلنا إلى أن نسبي (تدفق خزينة الاستغلال/إجمالي الديون و إجمالي الديون إلى حقوق الملكية) تأثر بشكل ايجابي على سعر السهم السوقي. وهنا نجد إن دراستي تتوافق مع دراسة (الاغبراي 2000) والتي توصلت نتائجها الى انه يوجد تأثير جوهري لرافعة المالية على القيمة السوقية، كذلك توافقت دراستي مع دراسة (Süleyman Serdar 2010) بنسبة معينة ذلك انه من النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة أن النسب المالية (السيولة النشاط، والربحية، المديونية تأثر بنسبة (20 في المائة) على قيمة المؤسسة). في حين نجد أن دراستي لم تتوافق مع دراسة (Cheng et al 2010) فمن النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة انه توجد علاقة بين نسبة (أجمالي الديون/إجمالي الأصول) والقيمة السوقية والتي لم يكن لهذه النسبة علاقة مع القيمة السوقية من خلال النتائج المتوصل إليها في دراستي. كما نستنتج في دراستي أن نسبة (الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية) تأثر بشكل سليبي على سعر السهم السوقي وبالتالي على قيمة المؤسسة، وهنا نجد أن دراستي توافقت بنسبة ما مع دراسة (العروود 2000) ذلك انه من نتائج المتوصل إليها في هذه انه تأثر نسب الملاءة المالية (طويلة الأجل وقصير الأجل) على القيمة السوقية وكانت النسبة (ملاءة تغطية الديون) هي الأكثر تأثير على القيمة السوقية من بين المتغيرات المستقلة الأخرى

والتي من ضمنها نسبة (الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية) والتي في دراستي كان لها تأثير على القيمة السوقية بشكل عكسي. وعليه فإنه ومن خلال النتائج المتوصل إليها بعد دراستنا فقد تم إثبات صحة الفرضية الأولى المقترحة جزئياً، التي افترضنا فيها أن نسب المديونية تؤثر على قيمة الشركات المدرجة في بورصة قطر للفترة (2009-2014)؛

3- تعتبر نسب المديونية أكثر تأثيراً من نسب السيولة على قيمة المؤسسة، حيث كانت هي الوحيدة الأقدر على تفسير التغير في قيمة للمؤسسة مقارنة بنسب السيولة التي أظهرت أنها ليس لها أي تأثير وبالتالي تم إثبات عدم صحة الفرضية الثالثة المقترحة التي افترضنا فيها أن نسب السيولة الأكثر تأثير من نسب المديونية على قيمة الشركة المدرجة في بورصة قطر للفترة (2014-2009).

✓ التوصيات أفاق الدراسة:

بالنظر إلى حدود الدراسة الزمانية والمكانية، حيث أن لهدين البعدين أثر على النتائج، ومن خلال ما تم التوصل إليه من نتائج فإننا نقترح التوصيات التالية:

أ- التوصيات:

✓ نوصي إدارة المؤسسات بضرورة دراسة و تقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف الوصول إلى نسبة مثلى لنسبة السيولة ونسب المديونية؛

✓ على المسيرين الماليين إعطاء اهتمام كبير للموازنة بين إدارة السيولة وإدارة المديونية؛

✓ نوصي المسيرين الماليين بضرورة موازنة الهيكل المالي بتبين مصادر التمويل الداخلية و الخارجية .

ب- أفاق الدراسة:

✓ إعادة إجراء هذه الدراسة و ذلك عن طريق مقارنة بين بورصتين أو قطاعات في نفس البورصة؛

✓ إجراء الدراسة باستخدام نسب أخرى لنسب المالية كالنسب الربحية مع نسب المديونية أو نسب النشاط مع نسب المديونية، أو باستخدام النسب الأربعة معاً .



قائمة المراجع

أولا : المصادر والمراجع باللغة العربية

- الكتب :

- 1- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الجزء الاول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011 .
- 2- الحضيرى محسن أحمد، الديون المتعثرة: "الظاهرة... الأسباب... العلاج"، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1998 .
- 3- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 .
- 4- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010 .
- 5- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على أسهم الشركات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009 .
- 6- فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، SME Financial، رام الله، فلسطين، 2008 .

- المذكرات:

- 1- بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية، بغزة، فلسطين، 2005 .
- 2- الاغبري ثروة محمد، أثر الرافعة المالية على الاداء لشركات الصناعات الغذائية اليمينية، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة الصنعاء، اليمن، 2002 .
- 3- بن شنة فاطيمة، إدارة المخاطر الائتمانية ودورها في الحد من القروض المتعثرة دراسة تطبيقية للمصاريف الجزائرية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009 .
- 4- رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، الماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة،-2011 . 2010 .
- 5- شهرزاد قاسمي، الرفع المالي كمؤشر لتقييم الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012 .
- 6- قريشي خير الدين، دور المعلومات الحاسبية المفصح عنها وفق النظام المحاسبي المالي (scf) في التنبؤ بخطر الإفلاس المالي، مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012 .

- مقالات المنشورة:

- 1- مفيد الظاهر؛ سام الفقهاء، "العوامل المؤثرة في أسعار أسهم الشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية : دراسة تطبيقية للفترة بين 2004-2008م"، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، المجلد 26، العدد 2001/07 .
- 2- عبد الله وعبد القادر، "العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"، مجلة أبحاث البرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 1، العدد 1/1990 .

3- شهاب الدين حمد النعيمي، التنبؤ بأداء و ربحية الشركات باستخدام معادلة **Tobin-**، مجلة دراسات المحاسبية ومالية المجلد 7 ، العدد 20 ، جامعة بغداد، العراق، 20 .

- مؤتمرات والملتقيات:

1- شاهر فلاح العرود، " أثر الملاءة المالية على القيمة السوقية لسعر السهم في البنوك التجارية الأردنية"، المؤتمر العلمي الدولي، الوضع الاقتصادي العربي وخيارات المستقبل، جامعة الزرقاء، الأردن، 23-25 أبريل 2013

ثانيا : المصادر و المراجع باللغة الأجنبية

- 1- Cheng, Yu-Shu, Yi-Pei, Liu, and Chu-Yang, **Capital Structure and Firm Value in China a panel Threshold Regression Analysis**, African Journal of Business Managment 2010.
- 2- Gill, Amarjit, Biger, Nahum & Mathur, Neli, (2011), **The effect of Capital Structure on Profitabiliy: Evidence from the Unitde States**, Internatinal Journal of Management, Vol. 28, No 4: 3-15 .
- 3- **Martani, D.M, Rahfiani, The Effect of Financial Ratios size and cash flow from Operating Activites in the Interim**, Reportoclthe Resurn chinese Business Review, 2009 .
- 4- Najjar, Naser & Petrov, Karssimirr, (2011), **International Journal of Business and Management**, Vol. 6, No. 11 : 138-145 .
- 5- Rajni S aini, **Impact of Financial On Shareholders Return and market capitalization Empirical Evidence of Telecommuincation Sector Companies**, India, International Journal of Research in Issue on Accounting and Management, ISSN 1805-3602, Vol 2, No 3, 2013 .
- 6- Suleiman Serdar karaca, **The Effect of financial Ratios on the Firm Value Evidence From Turkey**, Gaziosmanpasmiversity, Tokat, Turkey,2010 .
- 7- **Swabir Masoud Abdalla, The Effect of Liquidity on The Market Value ofcommercial Banks At The Nairobi Securiteisx Change**, a Research Project Report Subbmitted in Partialful el ment of the Requirement for the award of Masterof Business Admistration D egree, School of Business, University of Nairobi, 2011 .

- الموقع الالكتروني:

1- <http://www.qe.com.qa/pps/qe/qe%20arabic%20portal/Pages/Home>



قائمة الملاحق

الملحق رقم (02) : نسب السيولة والمديونية

المؤسسة	L1	L2	L3	L4	L5	E1	E2	E3	E4	E5	سعر السهم السنوي
الاسمنت	4,053050914	0,03171794	0,364981493	2,445064308	0,219484308	0,238787214	0,066327924	0,31369312	0,087134537	0,919162734	78,80
	3,420904343	0,155832059	0,388752905	1,638103775	0,162516435	0,171814099	0,066199184	0,207458372	0,079932759	0,945885325	117,00
	3,5271737	0,179638558	0,595071863	1,871411379	0,224944336	0,116002243	0,035072368	0,13122459	0,039674725	1,939137811	112,00
	3,017045292	0,214134889	0,535987097	1,383335085	0,192730845	0,092225146	0,00411428	0,101594736	0,004532269	2,089786278	107,00
	2,577128515	0,224224684	0,613929797	1,733936249	0,218596241	0,122519526	0,004507503	0,139626498	0,00513687	1,784174722	119,00
التحويلية	2,547908558	0,218471703	0,554208484	1,496336713	0,194954675	0,129791787	0,004829692	0,149150265	0,005550041	1,502057092	132,00
	4,638794765	0,12761059	0,184377653	0,338776888	0,046464689	0,130783775	0,058420677	0,150461728	0,067210752	0,355278694	42,10
	4,665793053	0,147483718	0,03171454	0,104887528	0,006999949	0,099070541	0,044025909	0,109964815	0,04886721	0,070656209	53,50
	4,882448671	0,115192113	0,206262022	0,467406552	0,046823775	0,107608213	0,033220752	0,120584047	0,037226645	0,435131983	57,00
	4,359689229	0,122127439	0,184438275	0,304400991	0,042493382	0,128805508	0,041568673	0,147849314	0,047714573	0,329903456	53,10
الخبثية الدولية	4,588624018	0,405454426	0,528465201	0,271256083	0,151533109	0,444844268	0,137040581	0,141858418	0,043701496	0,340643052	50,60
	3,786744297	0,157504248	0,081167115	0,201473545	0,013774043	0,112307777	0,027997511	0,126516572	0,03153966	0,122645497	43,55
	1,665453948	0,196929791	0,528396268	1,321562828	0,225062968	0,443600806	0,19147771	0,797270755	0,344137288	0,507354732	16,10
	1,441161157	0,17322548	0,427039601	1,04802168	0,150333218	0,468596386	0,163639202	0,881808804	0,307937691	0,320816	17,30
	1,428791078	0,154926014	0,499807416	0,697123749	0,159484316	0,488575366	0,167986617	0,955323215	0,328467981	0,326427256	15,33
مركز الصناعات كطر	1,373325598	1	0,158342726	0,306140421	0,055444233	0,586192372	0,238590746	1,389719644	0,565640671	0,094583682	23,00
	0,461059514	1	-1,46227008	-0,19455757	-0,0337643	0,863384836	0,312374966	6,319831635	2,286532158	-0,0391069	43,70
	0,658280708	1	2,981912032	0,30197965	0,071859423	0,887155021	0,292829393	7,861714603	2,594970506	0,080999849	97,10
	2,643774743	0,275126901	0,446986776	0,466243054	0,160614901	0,304866477	0,23004669	4,438572543	0,330938853	0,526836872	114,10
	2,839094007	0,207945019	0,404708338	0,694547922	0,156401272	0,317977256	0,211279024	0,466226763	0,30978296	0,49186308	138,00
برهان والماء القطر	2,637134975	0,231596768	0,485885238	1,231282546	0,21863765	0,275896472	0,168875956	0,381017991	0,233220733	0,792462652	133,00
	2,295549514	0,260707803	0,485005932	1,493850215	0,225575263	0,236616255	0,114775473	0,309957156	0,150350952	0,953337982	155,10
	2,392783125	0,257479161	0,487550629	1,5286123	0,237719442	0,243005448	0,119361456	0,30659914	0,150597939	0,978247375	168,90
	2,253129868	0,274614195	0,471151516	1,456154398	0,228224375	0,247773733	0,124952826	0,321566876	0,162166867	0,92109996	168,00
	4,9199179	0,002237367	0,50214609	0,294646496	0,073754591	0,796393529	0,630127257	4,004053832	3,168111453	0,092610736	100,10
شركة المناصير	4,252484255	-0,06015197	0,352235737	0,463980618	0,05461413	0,821982086	0,582896112	4,617412205	3,274367732	0,066441995	127,60
	3,390715608	-0,02271922	0,536632068	2,14305577	0,105009658	0,85618092	0,610882779	5,953182205	4,247579456	0,122648912	139,60
	3,017788649	-0,03772029	0,341526423	1,762442437	0,069393552	0,817791183	0,540566082	4,48820861	2,966739425	0,084854855	132,40
	3,580186629	0,131777615	0,525118277	1,005420397	0,138284176	0,424942819	0,309617487	0,738957504	0,538411652	0,325418316	181,90
	4,287546197	0,02379853	0,623857616	1,091878056	0,143991517	0,457517326	0,287691348	0,843376844	0,530323569	0,314723637	187,50
الملاحه	0,704742131	0,402325043	0,187450811	2,735808922	0,277801777	0,441132591	0,02085519	0,789333182	0,037316884	0,629746664	141,00
	0,712603997	0,365674741	0,07992281	0,749195653	0,100097956	0,450653834	0,0189027	0,820345826	0,034409451	0,222117174	139,00
	1,309577133	0,094884557	0,154749672	0,263224392	0,12258172	0,526829283	0,14765106	1,11340213	0,312046065	0,232678257	99,00
	1,223507256	0,218146953	0,015143441	0,061449956	0,010524964	0,61806371	0,288361337	1,61823772	0,75499853	0,01702893	81,00
	0,907276005	0,017867241	0,155896919	2,576545889	0,131582394	0,631420687	0,115612027	1,713120258	0,313669332	0,208391008	89,00
المخازن	0,810396325	0,003958979	-0,01176645	-0,07411885	-0,01033816	0,679587006	0,128993943	2,120972053	0,402586491	-0,01521242	109,00
	7,936919479	0,041124651	0,268270474	0,387908135	0,044326524	0,178692956	0,103320568	0,217571439	0,125800173	0,248059719	64,60
	6,863395821	0,070772029	0,070768277	0,191481055	0,010023716	0,185263695	0,119864017	0,227390989	0,147120014	0,054105126	93,30
	6,151804059	-0,00513975	0,356017335	0,597485187	0,058603756	0,202136259	0,057890313	0,253346841	0,07255664	0,289922037	76,50
	4,562208316	0,108991212	0,246281105	0,440227197	0,041152335	0,234406091	0,144022238	0,306185715	0,188124599	0,175560008	63,10
نظلات	5,137165258	0,093286447	0,230234247	0,440765888	0,033906039	0,192194028	0,107338548	0,237921029	0,132876646	0,176415673	83,00
	3,605226667	0,150794003	0,143187319	0,222034696	0,020121108	0,275284269	0,176186633	0,379845147	0,243108969	0,073092588	99,50
	3,224296984	0,211456599	-0,09977951	-0,7628447	-0,01857328	0,251792427	0,176466017	0,336527504	0,235851685	-0,07376427	20,60
	3,705933773	0,12587889	0,817863144	0,378138387	0,117631515	0,426887866	0,313520106	0,744859236	0,547048454	0,275556005	23,90
	3,14910613	0,098164419	0,20117515	0,325007766	0,067584584	0,450062311	0,283551789	0,818387828	0,515607122	0,150167172	37,15
شركة الرعية	3,898923892	0,102325354	0,224722369	0,263780424	0,068247073	0,552301748	0,429613327	1,233647316	0,959604655	0,123568453	40,20
	3,794185333	0,071428993	0,371218738	0,671905443	0,109992342	0,604821624	0,441043739	1,339954506	0,977112131	0,181859143	41,50
	4,470383778	0,086024142	0,383646279	0,713012112	0,122893373	0,586757444	0,474253624	1,419886299	1,147639846	0,209444931	56,40
	17,64225077	0,039571348	0,020772437	0,006365752	0,001272633	0,874897379	0,854232898	4,196900847	4,0977729	0,001454609	24,00
	14,32515233	0,040717191	0,236860461	0,502290752	0,022868442	0,892958682	0,858676874	4,139909736	3,98097339	0,025609743	20,00
السمنما	11,56281373	0,041550291	0,301400275	2,484742706	0,032815017	0,953334186	0,911995579	20,53125718	19,64097801	0,034421315	17,51
	12,11414231	0,041158914	0,281192192	1,901411207	0,031131771	0,942872502	0,904653751	16,55946435	15,88823675	0,033018007	15,26
	13,31202096	0,033373567	0,328398485	1,376207923	0,036604903	0,858388409	0,819574362	6,071125715	5,796605514	0,042643752	20,25
	9,252416468	0,06340449	0,352416004	0,804917734	0,040713373	0,877677063	0,837385139	7,190698753	6,860592041	0,046387646	23,10
	8,971205234	0,02747625	0,070675663	0,667802478	0,017488345	0,096480229	0,02091214	0,106782643	0,023145194	0,181263513	9,05

الطبية	5,172217178	0,130550918	0,016349355	0,004869356	0,000483421	0,126343927	0,07372713	0,144615177	0,084389192	0,003826228	8,95
	9,940626677	0,065052317	-0,59984504	-0,48651425	-0,02143527	0,089350817	0,057054751	0,098117715	0,062652832	-0,23990013	9,70
	13,63685812	0,056397912	-0,49155611	-0,89790054	-0,01650853	0,104764748	0,088988844	0,117024824	0,099402747	-0,15757718	8,46
	10,57300886	0,031982522	-0,91392865	-1,21065692	-0,0542741	0,199345118	0,142156143	0,248977584	0,177549836	-0,27226202	14,78
	7,204003696	0,003277184	1,302624308	12,44683393	0,060997989	0,271920698	0,152906715	0,373476758	0,210013819	0,224322714	13,85
زاد	5,771623571	-0,08224331	0,831892608	1,417672238	0,050764248	0,365144785	0,147371686	0,575162299	0,232134324	0,139024984	15,10
	2,557645613	0,130713462	0,168414963	1,17501843	0,091806434	0,191927199	0,004814328	0,237512263	0,00595779	0,478339882	61,00
	2,617991504	0,164618532	0,124784258	1,207893608	0,067376984	0,162667648	0,005389754	0,194268916	0,006436816	0,414200274	64,00
	4,079913526	-0,05563013	-0,26018855	-1,42292704	-0,05327217	0,362876755	0,121343881	0,56955504	0,1904559	-0,14680513	47,50
	3,623655557	-0,02015312	0,08649132	0,479025408	0,028325471	0,355213095	0,123139589	0,550899982	0,190977186	0,079742193	58,90
السلام	3,537700308	0,011530816	0,181018213	0,757134165	0,069466845	0,311510037	0,104738038	0,466645423	0,15689872	0,223000343	69,50
	2,290980655	0,079065022	-0,01340559	-0,04125111	-0,00592426	0,380213566	0,125061869	0,593506727	0,195219391	-0,01558141	84,00
	1,733113893	0,091114272	0,127402334	1,089169592	0,082843436	0,422758521	0,114652594	0,732377239	0,198621544	0,195959235	11,30
	1,618788963	0,123866677	0,095220554	0,539367325	0,057117273	0,42448645	0,119198013	0,737578552	0,207115911	0,134556175	10,10
	2,216567437	-0,00863221	0,033067001	0,134355663	0,01414966	0,558400424	0,241561465	1,26449493	0,547014713	0,02533963	12,07
الوقود	2,183542621	0,068844412	0,044045725	0,346865049	0,019083943	0,601729326	0,334833168	1,510855218	0,840717608	0,031715161	12,06
	1,874964684	0,108628986	0,018980988	0,13209487	0,008116149	0,609658402	0,332672569	1,561858653	0,8522601	0,013312618	13,01
	1,469290077	0,169444159	-0,03475988	-0,40299056	-0,02026568	0,59896243	0,299130662	1,534338359	0,76627118	-0,03383464	15,85
	1,022151489	0,387171777	0,019654512	0,191124105	0,024551287	0,303560036	0,004743749	0,435873946	0,006811426	0,080877864	158,70
	0,999347297	0,431890089	0,022466897	0,259651342	0,027976916	0,3114564	0,027167718	0,452340853	0,039456787	0,089826108	230,50
مواسي (دام)	1,069390463	0,429275392	0,075899076	0,840961251	0,117128513	0,267720379	0,00632119	0,365598566	0,008632207	0,435703163	245,00
	0,985432657	0,466135087	0,185501394	2,314123051	0,264617527	0,279156264	0,006845208	0,387263217	0,009496106	0,947919	275,00
	0,952959323	0,409021273	0,088193474	0,973186905	0,117613118	0,319377549	0,006918729	0,469243336	0,010165297	0,368257314	284,10
	0,956696604	0,37509346	0,085158172	0,840834088	0,117977203	0,334898408	0,007229131	0,503529705	0,010869214	0,352277586	204,30
	1,131647526	0,462187163	0,02403414	0,091280972	0,01393612	0,268511409	0,044756293	0,367075321	0,061185224	0,051901407	17,80
الربو	1,05710238	0,494924539	-0,18494365	-2,69606094	-0,11244466	0,273141631	0,041352442	0,375783843	0,056892022	-0,41167161	15,30
	0,706213615	0,392777418	-0,1778212	-1,45963778	-0,09798173	0,452675814	0,029156019	0,82707073	0,053270109	-0,21645011	31,85
	0,563425404	0,343928053	0,270671048	1,285909358	0,148453933	0,541316306	0,025639514	1,180151624	0,055898027	0,274246187	58,90
	0,535660952	0,324662335	0,215727343	0,98694582	0,140299102	0,530726197	0,001483796	1,164078415	0,003254513	0,264353075	51,71
	0,643717364	0,403498535	0,493827997	6,020943822	0,393392601	0,468959726	0,018601895	0,883096348	0,035029161	0,838862228	60,40
المتحدة	4,333985394	0,002356973	0,414902093	1,375090356	0,117325809	0,653320526	0,467758542	1,884508822	1,349253641	0,179583841	145,10
	2,732426051	0,127554543	0,375120622	1,269924445	0,100547793	0,662451946	0,487909534	1,96254115	1,445452073	0,151781262	178,70
	2,739543034	0,002983719	0,249178436	3,436771357	0,077403348	0,614529008	0,349302492	1,594228934	0,906170631	0,125955564	140,80
	3,432521421	0,01047445	0,350499616	1,779691922	0,125436838	0,609664991	0,392266917	1,563602776	1,006043728	0,205747157	104,00
	2,605113191	0,049573603	0,340743793	1,009891207	0,118406369	0,667124016	0,425562904	2,004121801	1,278442796	0,177487793	137,20
الزنان	2,778047499	-0,00970489	0,323838357	0,852415776	0,109733058	0,689094734	0,417271617	2,216413843	1,342118206	0,15924234	123,90
	1,375414918	0,286918088	-0,405141	-0,39761321	-0,06744225	0,563665671	0,398818159	1,887383421	1,15154094	-0,10317545	35,70
	1,398823728	0,23087435	-0,72665005	-1,00667912	-0,07983749	0,635761421	0,353519974	1,745453279	0,970572572	-0,12557775	27,90
	1,206437978	0,325410602	-0,32532919	-1,06654264	-0,03255173	0,535470038	0,260179141	1,152713672	0,560091193	-0,06079095	24,48
	1,291155973	0,344520741	0,246274065	2,384603657	0,034549988	0,422089818	0,179779825	0,730372697	0,311086101	0,081854587	17,80
البروة	2,189093033	0,163738981	0,538332105	0,740418541	0,059707891	0,427274907	0,22610168	0,746038391	0,394782213	0,139741159	22,16
	2,636998015	0,209175772	0,827476392	1,668769749	0,132123335	0,677970703	0,387146475	0,727942083	0,415681991	0,194880597	23,59
	0,96842194	0,487172068	1,75373072	0,056054613	0,013705867	0,046450512	0,030564928	0,101729711	0,066939224	0,295063859	65,90
	0,95592754	0,484598224	1,07177284	0,348181445	0,007899107	0,071798978	0,049456871	0,165001505	0,113657023	0,110016983	30,50
	21,25796008	0,037321937	0,678730351	0,348482763	0,012856515	0,156513999	0,147231398	0,18555613	0,174551087	0,082142911	22,19
62,00694839	-0,01091577	-7,69943119	-3,60832433	-0,10845397	0,286535805	0,259922012	0,401612031	0,364309819	-0,37850059	18,20	
62,30742133	0,003966758	0,179938774	0,071644373	0,006022972	0,293092942	0,281386027	0,421595055	0,404755422	0,020549701	17,00	
79,68365914	0,000595444	0,518384246	0,407915138	0,022348019	0,295201559	0,283540073	0,425892107	0,409067891	0,075704271	14,92	
99,26488	0,68576	-17,39676	-17,39676	-3,66563	0,254583	0,2154872	0,4522583	1,2548735	0,0251476	33,00	
118,29283	14,18206	-12,19824	-11,70476	-2,05316	0,325435	0,2214587	0,4965987	0,5214876	0,1254796	36,10	
78,28239	-18,56517	-13,25197	-12,56379	-1,42186	0,568214	0,2154785	0,5623874	0,9527421	0,2523647	29,95	
106,84476	5,11555	98,95997	88,55734	6,52506	0,652874	0,2514875	0,5924714	0,9587463	0,2548638	27,47	
114,8837	6,15488	101,35885	94,25156	8,25144	0,852147	0,3652525	0,6554872	1,2548763	0,2542763	29,80	
172,6305	10,5284	105,36845	99,52153	11,25413	0,836245	0,4527088	0,8552364	0,2547634	0,1254786	41,90	

المصدر : من إعداد الطالبة اعتماد على برنامج Excel 2007 واعتمادا على البيانات المنشورة في موقع البورصة

الملحق رقم (03) : القيمة السوقية للشركات

المؤسسة	القيمة السوقية 2009	القيمة السوقية 2010	القيمة السوقية 2011	القيمة السوقية 2012	القيمة السوقية 2013	القيمة السوقية 2014
الاسمنت	3 517 388 114	5 222 517 885	5 499 266 752	5 253 763 772	5 842 970 924	6 258 236 254
التحويلية	1 263 000 000	1 926 000 000	2 257 200 000	2 102 760 000	2 003 760 000	2 232 325 145
الخبجية الدولية	4 162 835 477	3 851 974 386	3 223 494 355	4 460 180 850	9 069 034 395	8 623 969 805
شركة الصناعات	62 755 000 000	75 900 000 000	73 150 000 000	85 305 000 000	102 184 500 000	111 251 325 984
الكهرباء والماء	10 010 000 000	12 760 000 000	13 960 000 000	13 240 000 000	18 190 000 000	18 000 254 321
شركة المناعي	2 233 440 000	3 302 640 000	3 387 225 600	3 695 155 200	4 101 166 080	4 925 357 199
الملاحة	4 652 827 920	10 685 201 160	8 761 177 800	7 226 540 120	9 505 591 600	9 995 324 587
المخازن	515 000 000	595 000 000	1 472 408 524	1 593 292 669	1 973 780 463	1 999 287 987
ناقلات	13 440 000 000	11 200 000 000	9 805 600 000	8 545 600 000	11 340 000 000	9 254 339 321
شركة الرعاية	254 704 105	509 408 210	688 123 245	1 004 744 370	1 477 565 250	1 554 325 214
السينما	91 357 024	160 912 940	424 602 532	324 888 417	228 963 541	225 321 222
الطبية	103 372 500	112 035 000	97 713 000	170 709 000	159 967 500	180 321 258
زاد	585 446 400	613 803 960	621 350 730	769 166 798	909 134 226	999 258 214
السلام	1 118 402 460	999 634 057	1 254 342 789	1 447 222 671	1 487 232 777	1 500 254 215
الوقود	4 999 050 000	7 986 825 000	10 187 100 000	14 293 125 000	18 457 621 875	18 547 214 877
مواشي (ودام)	320 400 000	275 400 000	573 300 000	1 058 400 000	930 600 000	883 254 222
ارينو	21 281 333 382	26 209 333 393	24 780 800 000	33 313 280 000	43 947 904 000	49 254 257 322
المتحدة	3 828 825 000	3 740 343 750	3 938 220 000	6 002 605 000	7 624 657 250	8 985 254 158
ازدان	30 109 710 000	80 901 149 076	58 858 901 573	48 275 439 776	45 092 443 747	50 325 123 254
بروة	8 662 500 000	14 047 399 396	11 654 282 878	10 681 471 286	4 837 958 246	15 117 670 338

المصدر : من إعداد الطالبة اعتماد على برنامج Excel 2007 واعتمادا على البيانات المنشورة في موقع البورصة

الملحق رقم (04) : نتائج نموذج التأثيرات التجميعية

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 05/05/16 Time: 12:29
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 20
Total panel (unbalanced) observations: 119

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	11.80536	6.298902	74.36079	C
0.0389	-2.088872	0.272236	-0.568665	L1
0.2650	-1.120076	3.174943	-3.556176	L3
0.4161	0.816149	3.703266	3.022418	L4
0.4577	0.745202	16.69607	12.44195	L5
70.54000	Mean dependent var		0.071172	R-squared
61.04555	S.D. dependent var		0.038581	Adjusted R-squared
11.06288	Akaike info criterion		59.85636	S.E. of regression
11.17965	Schwarz criterion		408437.4	Sum squared resid
11.11030	Hannan-Quinn criter.		-653.2414	Log likelihood
0.146275	Durbin-Watson stat		2.183822	F-statistic
			0.075196	Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EViews 9.0

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 05/05/16 Time: 12:30
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 20
Total panel (unbalanced) observations: 119

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	11.84897	6.284990	74.47068	C
0.0181	-2.397857	0.260843	-0.625463	L1
0.2832	-1.078299	3.162780	-3.410421	L3
0.2297	1.207576	3.399645	4.105330	L4
70.54000	Mean dependent var		0.066647	R-squared
61.04555	S.D. dependent var		0.042299	Adjusted R-squared
11.05093	Akaike info criterion		59.74053	S.E. of regression
11.14435	Schwarz criterion		410427.0	Sum squared resid
11.08887	Hannan-Quinn criter.		-653.5306	Log likelihood
0.156206	Durbin-Watson stat		2.737238	F-statistic
			0.046721	Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج 9.0 EViews

Dependent Variable: Y
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/05/16 Time: 12:31
 Sample: 2009 2014
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 20
 Total panel (unbalanced) observations: 119

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	12.86431	5.957749	76.64233	C
0.0120	-2.552182	0.258948	-0.660881	L1
0.3120	1.015405	0.467008	0.474202	L4
70.54000	Mean dependent var		0.057210	R-squared
61.04555	S.D. dependent var		0.040955	Adjusted R-squared
11.04419	Akaike info criterion		59.78241	S.E. of regression
11.11425	Schwarz criterion		414576.7	Sum squared resid
11.07264	Hannan-Quinn criter.		-654.1291	Log likelihood
0.138057	Durbin-Watson stat		3.519555	F-statistic
			0.032814	Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج 9.0 EViews

الملحق رقم (5) : نتائج نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: Y
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/05/16 Time: 12:46
 Sample: 2009 2014
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 20
 Total panel (unbalanced) observations: 119
 Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0001	4.119505	14.77364	60.86008	C
0.1992	-1.291218	26.63180	-34.38745	E2
0.0001	4.011923	3.862967	15.49793	E3
0.0002	-3.883778	4.350221	-16.89529	E4
0.0000	4.531467	8.604225	38.98976	E5

Effects Specification

Rho	S.D.
0.9059	59.14840
0.0941	19.06353

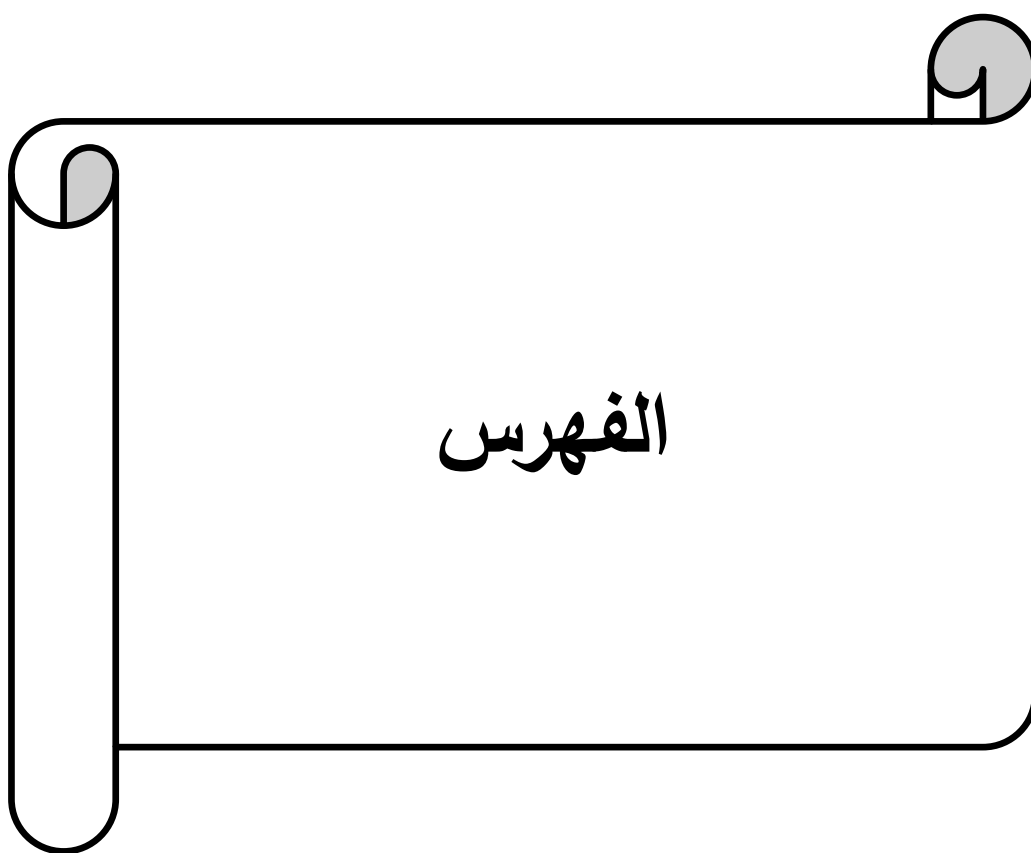
Weighted Statistics

9.212774	Mean dependent var	0.249790	R-squared
21.31027	S.D. dependent var	0.223467	Adjusted R-squared
40244.56	Sum squared resid	18.78889	S.E. of regression
1.360813	Durbin-Watson stat	9.489372	F-statistic
		0.000001	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

70.54000	Mean dependent var	0.161623	R-squared
0.148551	Durbin-Watson stat	368662.9	Sum squared resid

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج EViews 9.0



الصفحة	العنوان
III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال البيانية
IX	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
الفصل الأول : : أدبيات النظرية للدراسة (العلاقة بين قيمة الشركة ومؤشري السيولة والمديونية)	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: قيمة المؤسسة - مفاهيم أساسية-
3	مطلب الاول: تعريف القيمة السوقية
3	المطلب الثاني : العوامل الاقتصادية المؤثرة على القيمة السوقية
4	المبحث الثاني : إدارة السيولة
4	مطلب الاول: تعريف السيولة
5	مطلب الثاني : نسب السيولة
6	المبحث الثالث : إدارة المديونية
6	مطلب الاول : تعريف المديونية
7	مطلب الثاني : نسب المديونية
8	المبحث الرابع: الدراسات السابقة
8	المطلب الأول: الدراسات السابقة في الدول العربية
9	المطلب الثاني: الدراسات السابقة في الدول الأجنبية
11	المطلب الثالث: محل الدراسة الحالية بالدراسات السابقة
12	خلاصة الفصل
الفصل الثاني : دراسة تطبيقية تأثير نسب السيولة ونسب المديونية على قيمة الشركة	
14	تمهيد
15	المبحث الأول : تقديم مجتمع وعينة الدراسة
15	مطلب : مجتمع الدراسة
16	مطلب :تقديم عينة الدراسة

18	مطلب الثالث :حدود الدراسة
19	المبحث الثاني : متغيرات وأدوات الدراسة
19	مطلب الاول : المتغير التابع
19	مطلب الثاني : المتغيرات المستقلة
20	مطلب الثالث: أدوات الدراسة
34	المبحث الثالث: تحليل و تفسير نتائج الدراسة
34	مطلب الاول : نتائج الدراسة
35	مطلب الثاني : عرض ومناقشة النتائج
37	الخلاصة
39	الخاتمة
42	قائمة المراجع
45	الملاحق
55	الفهرس

