وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي – تبسة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

[العنوان]

أثر محددات الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة

دراسة حالة عينة من المؤسسات

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

إعداد الطالب:

❖ بوغنامة أحمد لمين

إشراف الأستاذ الدكتور:

❖ يوسفي رفيق

المشرف المساعد:

❖ رحال مراد

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د. عبد العزيز قتال	أستاذ	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي – تبسة	رئيسا
أ.د. رفيق يوسفي	أستاذ	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي – تبسة	مقررا
د. مراد رحال	أستاذ محاضر "أ"	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي – تبسة	مشرف مساعد
د. مصعب دعاس	أستاذ محاضر "أ"	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي – تبسة	ممتحنا
د. عز الدين عطية	أستاذ محاضر "أ"	جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي – تبسة	ممتحنا
د. عادل خالدي	أستاذ محاضر "أ"	جامعة العربي بن مهيدي – أم البواقي	ممتحنا
د. مالك لعلايبية	أستاذ محاضر "أ"	جامعة الشريف مساعدية – سوق أهراس	ممتحنا

السنة الجامعية: 2025/2024


بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وتقدير

الحمد لله حمدا يليق بجلال قدره وعظيم سلطانه

الشكر لله أولا على ما أنعم على من نعم كانت خير عون لنا في انجاز هذا العمل، والصلاة والسلام على خير الأنام وخاتم الأنبياء والمرسلين محمد صلى الله عليه وسلم تسليما كثيرا

أتقدم بخالص شكري ووافر احترامي وعظيم امتناني للذي أرشدني وتفضل بالإشراف على هذه الأطروحة، أستاذي الفاضل "أ.د يوسفي رفيق" على كل ما قدمه لي من نصائح قيمة مكنتني من اخراج الأطروحة في شكلها النهائي، جزاه الله عن العلم وأهله خير الجزاء

ولا يفوتني أن أتوجه بالشكر الجزيل الى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة الذين شرفوني بقبول مناقشة الأطروحة واثرائها

الاهداء

"وما توفيقي الا بالله عليه توكلت واليه أنيب"

"الحمد لله الذي أعاننا بالعلم وزيننا بالحلم وأكرمنا بالتقوى"

الى منبع الحنان وصاحب القلب الملئ بالصدق والاخلاص والدعاء "أمي"
الحبيبة أطال الله في عمرها

الى من ألهمني روح العطاء ويسر لي الطريق وقدم لي الكثير ولم ينتظر
مني المقابل "أبي" أطال الله في عمره

الى من أنست بحبه وجمعنا حلو الحياة ومرها تحت سقف الأسرة أخي

الى أساتذتي الأفاضل

الملخص:

يهدف موضوع الأطروحة الى دراسة أثر محددات الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة، مع اسقاط ذلك على مجموعة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، وهذا من خلال التطرق الى مختلف الأدبيات النظرية فيما يخص الهيكل المالي والقيمة السوقية من خلال الفصل الأول، ثم محاولة الربط بينهما في الفصل الثاني

ولتحقيق هذا الغرض من الجانب التطبيقي، تم الاعتماد على أسلوب إحصائي قياسي متمثل في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لمعالجة بيانات المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة وصياغة نموذج قياسي يعبر عن العلاقة السببية الارتباطية بين متغيرات الدراسة خلال الفترة (2015-2021) وبالاستعانة بلغة البرمجة بايثون Python

وقد توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج تصب في مجملها الى وجود علاقة عكسية بين المتغيرات المستقلة نسبة ديون قصيرة الاجل الي حقوق الملكية، نسبة ديون طويلة الاجل الي حقوق الملكية، هيكل الاصول والمتغير التابع نسبة السعر السوقي الي القيمة الدفترية، كما توصلت الدراسة الى وجود علاقة طردية بين متغيرات مستقلة هيكل رأس المال، حجم المؤسسة، العائد على الاصول والمتغير التابع نسبة السعر الي القيمة الدفترية

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، القيمة السوقية، دول مجلس التعاون الخليجي، السلاسل الزمنية المتقطعة، لغة البرمجة بايثون

Abstract:

The aim of this thesis is to study the impact of financial structure determinants on the market value of the institution, with a focus on a group of economic institutions listed on the stock exchanges of the Gulf Cooperation Council (GCC) countries. This will be achieved by exploring the various theoretical literature related to financial structure and market value in the first chapter, followed by an attempt to link them in the second chapter.

To achieve this purpose from the applied side, a standard statistical method was employed, specifically panel data analysis, to process the data of

the economic institutions under study and formulate a model that expresses the causal correlation between the study variables during the period (2015-2021), utilizing the Python programming language

The study reached a set of conclusions, mainly indicating an inverse relationship between the independent variables (short-term debt to equity ratio, long-term debt to equity ratio, and asset structure), and the dependent variable the market price to book value ratio. Additionally, the study found a positive relationship between the independent variables (capital structure, firm size, and return on assets), and the dependent variable the market price to book value ratio

Keywords: Financial structure, Market value, Gulf Cooperation Council (GCC) countries, Panel data, Python

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

العنوان	الصفحة
شكر وتقدير	
الاهداء	
ملخص الدراسة باللغة العربية	
ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية	
فهرس المحتويات	II
قائمة الجداول	II
قائمة الأشكال	II
قائمة الملاحق	X
بمقدمة	ب
الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة	
تمهيد	2
المبحث الأول: الهيكل المالي	3
المطلب الأول: مفهوم ومناهج الهيكل المالي	3
المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي	6
المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي	15
المبحث الثاني: أساسيات القيمة	18
المطلب الأول: القيمة في الفكر الاقتصادي والمالي والمحاسبي	18
المطلب الثاني: مفاهيم وأنواع القيمة	25
المطلب الثالث: مراحل تقييم المؤسسة	27
المبحث الثالث: القيمة السوقية	32
المطلب الأول: أسواق رأس المال	32
المطلب الثاني: مفاهيم وأنواع الأسهم	38
المطلب الثالث، تسعير الأسهم في البورصة	46

خلاصة الفصل	51
الفصل الثاني: النظريات المفسرة والدراسات السابقة	
تمهيد	53
المبحث الأول: النظريات المفسرة للهيكل المالي في غياب الضرائب تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس	54
المطلب الأول: مدخل صافي الأرباح ومدخل صافي ربح العمليات	54
المطلب الثاني: مدخل التقليدي	57
المطلب الثالث: نظرية موديقلياني وميلر	58
المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي في وجود الضرائب تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس	58
المطلب الأول: نظرية موديقلياني وميلر	58
المطلب الثاني: تكلفة الإفلاس	59
المطلب الثالث: تكلفة الوكالة	60
المبحث الثالث: الدراسات السابقة	60
المطلب الأول: دراسات الهيكل المالي	60
المطلب الثاني: دراسات القيمة السوقية	66
المطلب الثالث: دراسات الربط بين الهيكل المالي والقيمة السوقية	69
خلاصة الفصل	82
الفصل الثالث: دراسة قياسية لعينة من دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (2015-2021)	83
تمهيد	84
المبحث الأول: نظرة عامة حول أسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي	85
المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي	85
المطلب الثاني: مؤشرات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي	90
المطلب الثالث: رؤية مستقبلية لبورصات دول مجلس التعاون الخليجي	101

المبحث الثاني: الإجراءات المنهجية للدراسة القياسية	110
المطلب الأول: فترة الدراسة	110
المطلب الثاني: مجتمع وعينة الدراسة	110
المطلب الثالث: متغيرات ونموذج الدراسة	113
المبحث الثالث: تقدير نموذج الدراسة ومناقشة النتائج	123
المطلب الأول: الدراسة الإحصائية لمتغيرات الدراسة	123
المطلب الثاني: تقدير النماذج واختبار نموذج الدراسة الملائم	136
المطلب الثالث: تحليل النتائج واختبار فرضيات الدراسة	140
خلاصة الفصل الثالث	142
خاتمة	143
قائمة المراجع	147
قائمة الملاحق	149

قائمة الجداول والأشكال
والملاحق والمختصرات

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	تعريفات الهيكل المالي	3
2-1	تعريفات حول قيمة المؤسسة	24
3-1	مفاهيم حول أسواق رأس المال	28
4-1	مفاهيم حول الأسهم	36
1-2	القيمة السوقية للأسهم العادية والسندات وقيمة المؤسسة قبل اصدار سندات (مدخل صافي الأرباح)	49
2-2	القيمة السوقية للأسهم العادية والسندات وقيمة المؤسسة بعد اصدار سندات (مدخل صافي الأرباح)	50
3-2	القيمة السوقية للأسهم العادية والسندات وقيمة المؤسسة قبل إصدار سندات (مدخل صافي ربح العمليات)	51
4-2	القيمة السوقية للأسهم العادية والسندات وقيمة المؤسسة بعد إصدار سندات (مدخل صافي ربح العمليات)	51
5-2	متغيرات المستخدمة في الدراسة الثالثة	56
6-2	متغيرات المستخدمة في الدراسة الثانية	57
7-2	متغيرات المستخدمة في الدراسة الثانية	58
8-2	متغيرات المستخدمة في الدراسة الأولى	64
9-2	متغيرات المستخدمة في الدراسة الثانية	66
10-2	متغيرات المستخدمة في الدراسة الثالثة	67
11-2	متغيرات المستخدمة في الدراسة الرابعة	68
12-2	متغيرات المستخدمة في الدراسة الخامسة	69
13-2	متغيرات المستخدمة في الدراسة السادسة	70
14-2	متغيرات المستخدمة في الدراسة السابعة	71
15-2	متغيرات المستخدمة في الدراسة الثامنة	72
16-2	متغيرات المستخدمة في الدراسة التاسعة	73

17-2	متغيرات المستخدمة في الدراسة العاشرة	74
1-3	مراحل تطور سوق عمان للأوراق المالية	80
2-3	مراحل تطور بورصة قطر	81
3-3	معمارية الشبكة العصبية الاصطناعية	94
4-3	نتائج معمارية LSTM (سوق دبي المالي)	98
5-3	نتائج معمارية LSTM (بورصة الكويت)	99
6-3	نتائج معمارية LSTM (بورصة قطر)	100
7-3	نتائج معمارية LSTM (بورصة تداول)	102
8-3	شركات الاقتصادية محل الدراسة	104
9-3	طرق قياس متغيرات نسبة السعر الى القيمة الدفترية	106
10-3	الإحصائيات الوصفية للمتغيرات محل الدراسة	116
11-3	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	120
12-3	الانحدار الخطي بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) ونسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER)	121
13-3	الانحدار الخطي بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) والعائد على حقوق الملكية (ROE)	122
14-3	الانحدار الخطي بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER) والعائد على حقوق الملكية (ROE)	123
15-3	الانحدار الخطي بين متغير نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (PB) والعائد على حقوق الملكية (ROE)	124
16-3	اختبار جذر الوحدة LLC	125
17-3	اختبار جذر الوحدة PP	127
18-3	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي	128
19-3	نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة	129
20-3	نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية العشوائية	129

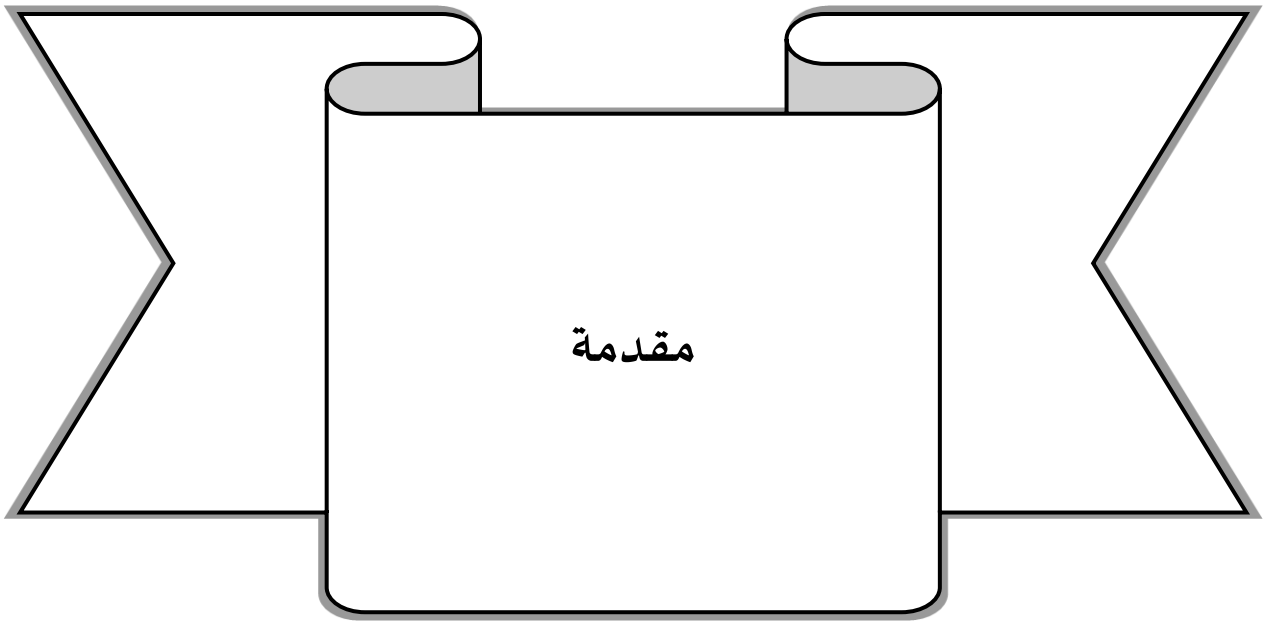
3-21	نتائج اختبار مضاعف لاغرانج	130
3-22	نتائج اختبار (Hausman)	131

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
3-1	مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة عمان	85
3-2	مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة البحرين	87
3-3	مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لسوق دبي المالي	88
3-4	مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة الكويت	90
3-5	مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة قطر	91
3-6	مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة السعودية	93
3-7	منحني نتائج LSTM للتنبؤ بحركة مؤشر بورصة عمان	96
3-8	منحني نتائج LSTM للتنبؤ بحركة مؤشر بورصة البحرين	97
3-9	منحني نتائج LSTM للتنبؤ بحركة مؤشر بورصة الامارات العربية المتحدة	98
3-10	منحني نتائج LSTM للتنبؤ بحركة مؤشر بورصة الكويت	99
3-11	منحني نتائج LSTM للتنبؤ بحركة مؤشر بورصة قطر	101
3-12	منحني نتائج LSTM للتنبؤ بحركة مؤشر بورصة المملكة العربية السعودية	102
3-13	دول مجلس التعاون الخليجي	104
3-14	مخطط الصندوق لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	107
3-15	مخطط الصندوق لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية	109
3-16	مخطط الصندوق لنسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية	110
3-17	مخطط الصندوق لهيكل الأصول	111
3-18	مخطط الصندوق لهيكل رأس المال	112
3-19	مخطط الصندوق لحجم المؤسسة	113
3-20	مخطط الصندوق لعائد على الأصول	114
3-21	مخطط الصندوق للعائد على حقوق الملكية	115
3-22	الإحصائيات الوصفية للمتغيرات محل الدراسة	117

رقم	عنوان الملحق	الصفحة
01	الانحدار الخطي بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) ونسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER)	159
02	الانحدار الخطي بين متغير نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (PB) والعائد على حقوق الملكية (ROE)	159
03	الانحدار الخطي بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) والعائد على حقوق الملكية (ROE)	160
04	الانحدار الخطي بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER)والعائد على حقوق الملكية(ROE)	160
05	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي	161
06	نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة	162
07	نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية العشوائية	163
08	نتائج اختبار (Hausman)	163

المختصرات	الدلالة باللغة الأجنبية	الدلالة باللغة العربية
P/E	Price-to-Earnings Ratio	نسبة السعر الى الأرباح
LM	Lagrange Multiplier	مضاعف لاغرانج
PB	Price-to-Book Ratio	نسبة السعر السوقي الى القيمة الدفترية
DMC	Long-Term Debt	الدين طويل الأجل
VAR	Vector Autoregression	أشعة الانحدار الذاتي
EPS	Earnings Per Share	ربحية السهم
MV	Market Value	
GRU	Gated Recurrent Unit	الشبكة العصبية المتكررة ذات البوابات
LSTM	Long Short-Term Memory	شبكة العصبية ذات المدى طويل قصير الأجل
RNN	Recurrent Neural Network	الشبكات العصبية المتكررة
MVPS	Market Value Per Share	القيمة السوقية للسهم
BVPS	Book Value Per Share	القيمة الدفترية للسهم
STDER	Short-Term Debt to Equity Ratio	نسبة الديون قصيرة الأجل الى حقوق الملكية
LTDER	Long-Term Debt to Equity Ratio	نسبة الديون طويلة الأجل الى حقوق الملكية
CAR	Capital Asset Ratio	هيكل الأصول
CS	Capital Structure	هيكل رأس المال
LOGSIZE	Firm Size (Logarithm)	حجم المؤسسة
ROA	Return on Assets	العائد على الأصول
ROE	Return on Equity	العائد على حقوق الملكية
PM	Pooled Model	نموذج التجميعي

نموذج أثار الفردية العشوائية	Random Effects Model	REM
نموذج الأثار الثابتة	Fixed Effects Model	FEM
الطرح الأولى العام في البورصة	Initial Public Offering	IPO
البورصة الهندية	Securities and Exchange Board of India	SEBI
دول مجلس التعاون الخليجي	Gulf Cooperation Council	GCC


مقدمة

تمهيد:

يعد الهدف الأساسي للإدارة المالية الحديثة هو تعظيم القيمة السوقية للأسهم أو ما يعبر عنه بتعظيم قيمة المؤسسة أو زيادة ثروة أصحابها، بحيث تعكس القيمة السوقية الأعلى لأسهم المؤسسة بشكل أكثر إيجابية على كفاءة الإدارة من منظور المالكين وفي هذا السياق يكلف المسيرون باتخاذ قرارات مالية مختلفة تؤثر على قيمة المؤسسة، وأحد أكثر القرارات أهمية هو قرار الاستثمار التمويل وذلك بسبب أنه يركز على تأمين الأموال اللازمة لتلبية الالتزامات المالية ودعم العمليات والاستثمارات الجارية وبالتالي يعمل كقوة دافعة لنمو المؤسسة واستدامتها على المدى الطويل.

علاوة على ذلك، يؤكد النهج الحديث للإدارة المالية على تحديد المصدر الأكثر ملائمة للتمويل من خلال تقييم الخيارات المتاحة والتي تتضمن عادة التمويل الداخلي من خلال الأسهم أو التمويل الخارجي من خلال الاقتراض ونظرا للمجموعة الواسعة من خيارات التمويل المتاحة، فإن التحدي الذي يواجه المديرين يكمن في تحديد المزيج الأمثل والذي يشار إليه عادة بالهيكل المالي الأمثل.

فيما يتعلق بالمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، يمثل هذا التحدي أهمية خاصة، حيث تواجه هذه المؤسسات ضغوطا لتحقيق استدامة مالية ونمو في ظل تقلبات الأسواق الإقليمية والدولية. لذلك، يصبح تحديد الهيكل المالي الأمثل لهذه المؤسسات أمرا ضروريا لتحقيق توازن بين تقليل تكلفة رأس المال وتعظيم القيمة السوقية، مع مراعاة الظروف الاقتصادية الخاصة بالمنطقة وتوجهات المستثمرين.

يمكن أن يؤثر التمويل الخارجي بشكل إيجابي على ثروة المالكين بسبب المزايا الضريبية التي يوفرها، مما يقلل من الدخل الخاضع للضريبة وبالتالي يخفض تكلفة رأس مال المؤسسة من خلال الرافعة المالية. ومع ذلك، لا تتحقق هذه الميزة إلا إذا لم تعتمد المؤسسة بشكل مفرط على الديون، وبالتالي يمكن القول أن قيمة المؤسسة يمكن ان تنخفض نتيجة زيادة تكاليف الاقتراض وبالتالي زيادة المخاطر المالية.

1. إشكالية الدراسة:

بناء على ما سبق تبرز إشكالية الدراسة بسؤال محوري مفاده: **ما مدى تأثير محددات الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2015 الى 2021؟**

وانطلاقا من هذه الإشكالية نطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- هل هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية؟
- هل هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية ونسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية؟
- هل هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية وهيكل الأصول؟
- هل هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية وهيكل رأس المال؟
- هل هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية وحجم المؤسسة؟
- هل هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية والعائد على الأصول؟
- هل هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية والعائد على حقوق الملكية؟

2. فرضيات الدراسة:

على ضوء ما تقدم وبغية تحقيق أهداف الدراسة يمكن اقتراح ما يلي:

الفرضية الرئيسية:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين المتغيرات المفسرة للهيكل المالي ومتغير القيمة السوقية

الفرضيات الفرعية تتمثل في:

- **الفرضية الأولى:** هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية
- **الفرضية الثانية:** هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية ونسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية
- **الفرضية الثالثة:** هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية وهيكل الأصول
- **الفرضية الرابعة:** هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية وهيكل رأس المال

- **الفرضية الخامسة:** هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية وحجم المؤسسة
- **الفرضية السادسة:** هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية والعائد على الأصول
- **الفرضية السابعة:** هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية والعائد على حقوق الملكية

3. أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- ضبط المفاهيم المتعلقة بمتغيرات الدراسة المتمثلة في الهيكل المالي والقيمة السوقية؛
- التطرق للعلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية في المؤسسات الاقتصادية؛
- قياس مدى تأثير محددات الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2015-2021

4. أهمية الدراسة:

يعتبر موضوع محددات الهيكل المالي ذا أهمية كبيرة لكل من الجهات التنظيمية والمؤسسات الاقتصادية، نظرا لتأثيره المباشر على القيمة السوقية للشركات. يسهم الهيكل المالي في تحسين كفاءة رأس المال وإدارة المخاطر المالية، وهو أمر حاسم في تقييم الشركات في أسواق الأوراق المالية، خاصة في دول مجلس التعاون الخليجي التي تتكامل مع الأنظمة المالية العالمية.

فهم محددات الهيكل المالي مثل مستويات الدين واستخدام الأصول ضروري للمؤسسات للحفاظ على تنافسيتها وللمساهمين لتحقيق عوائد أعلى. تساهم الدراسة في توجيه مديري المؤسسات لتعزيز استراتيجياتهم المالية، وتساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات مستنيرة. كما تفيد السلطات التنظيمية في صياغة سياسات تدعم استقرار الأسواق المالية.

ويمكن تقسيم أهمية هذه الدراسة الى جوانب أكاديمية وتطبيقية موضحة كما يلي

- تعتبر هذه الدراسة امتدادا علميا يغطي الفجوة البحثية التي لم تتطرق لها الدراسات السابقة، حيث أن العديد من الأبحاث ركزت على دراسة العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية في سوق مالي واحد، بينما

هناك نقص في الأبحاث المتعلقة بالأسواق الدول المجتمعة مع بعض في تكتل، خاصة في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي.

– تهدف الدراسة إلى تقديم ورقة علمية متكاملة تجمع بين الخلفية النظرية والتحليل العملي، وذلك من خلال استعراض مفاهيم حول الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، بالإضافة الى النظريات المالية المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية، كما تقدم الدراسة دراسة قياسية حول المؤسسات المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي.

– تبحث الدراسة في تأثير محددات الهيكل المالي، مثل الديون قصيرة وطويلة الأجل وهيكل الأصول وحجم المؤسسة، على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي. يوفر هذا التحليل العملي بيانات مفيدة لصناع القرار في المؤسسات المالية، ويساعد في توجيه استراتيجيات التمويل من خلال تسليط الضوء على أهمية تحقيق التوازن بين الديون وحقوق الملكية لتحسين القيمة السوقية

5. مبررات اختيار الموضوع:

تتمثل مبررات اختيار موضوع الدراسة فيما يلي:

– تنمية المعارف العلمية من خلال التعرض لموضوع مهم يخص الهيكل المالي وأثره على القيمة السوقية؛

– تلاءم طبيعة التخصص (مالية المؤسسة) مع موضوع الدراسة، وكذا الميول الشخصي في معالجة مواضيع تتعلق بالمؤسسات الاقتصادية ومعالجتها وتحليلها قياسيا.

6. منهج الدراسة:

نظرا لطبيعة الدراسة والموضوع الذي تعالجه ومن أجل الإجابة على إشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات بالرفض أو القبول تم الاعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي، حيث اشتمل المنهج الوصفي على تحديد الجوانب النظرية لمتغيرات الدراسة من خلال جمع المعلومات من المراجع المكتبية المختلفة والأوراق البحثية والمقالات باللغتين العربية والأجنبية، في حين تم الاعتماد على المنهج التحليلي فيما يخص تحليل العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية، أما الجانب التطبيقي من الدراسة تم الاعتماد على الأسلوب القياسي باستخدام الطرق الإحصائية في تحليل البيانات المالية حيث تم الحصول على المعلومات من التقارير المالية المتعلقة بالمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة للفترة من 2015 إلى 2021 المطلعة عليها من المواقع الرسمية للمؤسسات بالإضافة الى الاستعانة بقاعدة البيانات GuruFocus وموقع Yahoo finance واستخدام نموذج تحليل السلاسل الزمنية المقطعية Panel data بالاعتماد على

لغة البرمجة بايثون Python ومن ثم اختيار النموذج الملائم للدراسة من أجل تحليل البيانات واختبار الفرضيات وذلك للتعرف على أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية.

7. حدود الدراسة الميدانية:

يتم توضيح ذلك في إطار الحدود الزمنية والمكانية والبحثية للدراسة، وذلك على النحو التالي:

- **الحدود البحثية:** ترتكز الحدود البحثية للدراسة على معالجة العلاقة بين الهيكل المالي (نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية، نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية، هيكل الأصول، هيكل رأس المال، حجم المؤسسة، العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية) والقيمة السوقية (نسبة السعر إلى القيمة الدفترية) دراسة حالة المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي.
- **الحدود المكانية:** تمثلت حدود الدراسة التطبيقية في 48 مؤسسة اقتصادية مدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي (المملكة العربية السعودية، الإمارات، البحرين، الكويت، سلطنة عمان، قطر)
- **الحدود الزمانية:** تناولت الدراسة جانبين نظري وتطبيقي للوقوف على أثر محددات الهيكل المالي على القيمة السوقية، حيث ارتبطت المدة الزمنية للجانب النظري بمدة التحرير الفعلي لهذا الجزء، في حين تتوقف الحدود الزمنية للجانب التطبيقي عند المدة التي أجريت فيها الدراسة على المؤسسات الاقتصادية عبر الدول المختلفة، والممتدة بين 2015/01/01 إلى غاية 2021/12/31

8. صعوبة البحث: يمكن الإشارة إلى:

- صعوبة تجميع البيانات، خاصة بالنسبة لبعض المتغيرات المستقلة

9. هيكل البحث:

من أجل معالجة الموضوع بطريقة علمية دقيقة وشاملة قمنا بتقسيم الدراسة إلى جزئين الأول نظري والثاني تطبيقي. اشتمل الجانب النظري على فصلين وذلك كما يلي:

- يتمحور الفصل الأول حول **الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة**، حيث يشتمل على ثلاثة مباحث: المبحث الأول تضمن أهم المفاهيم الخاصة بالهيكل المالي ومكوناته، بالإضافة إلى التطرق لمحددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية في حين يشتمل المبحث الثاني إلى أساسيات حول القيمة أما المبحث الثالث خصص لتناول الأدبيات النظرية الخاصة بالقيمة السوقية.

- تطرق الفصل الثاني إلى **النظريات المفسرة والدراسات السابقة**، حيث تمحور المبحث الأول حول النظريات المفسرة للهيكل المالي في غياب الضرائب تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس، والمبحث الثاني تناول النظريات المفسرة للمتغير المستقل في غياب الضرائب تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس، في حين تطرق المبحث الثالث إلى عرض وتحليل الدراسات السابقة.
- وتعرض الفصل الثالث إلى **دراسة قياسية لعينة من دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (2015-2021)** والذي جاء في المبحث الأول نظرة عامة حول أسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي، وكذلك في المبحث الثاني الإجراءات المنهجية للدراسة القياسية، وفي الأخير تحليل وتفسير نتائج الدراسة.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمتغيرات الدراسة

تمهيد

لقد أصبح الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية مجالا بالغ الأهمية على مدى العقود القليلة الماضية بسبب تأثيره العميق على القيمة السوقية والاستقرار العام للشركات، حيث يلعب تكوين هيكل المالي داخل المؤسسة (سواء من خلال الديون أو الأسهم أو التمويل الهجين) دورا محوريا في تحديد قدرتها على النمو وتجاوز التحديات المالية وتوليد الأرباح وتوزيعها على المساهمين. وعلى وجه الخصوص، أكدت الأزمات المالية العالمية والركود الاقتصادي على أهمية تحسين الهياكل المالية للحفاظ على المرونة وضمان النمو المستدام.

في هذا السياق، استحوذت العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية على اهتمام كبير من جانب كل من الباحثين والممارسين داخل الأسواق المالية، وتخضع المؤسسات في جميع أنحاء العالم لتدقيق متزايد من قبل المستثمرين والجهات التنظيمية وأصحاب المصلحة فيما يتعلق بقدرتها على إدارة نفوذها المالي واستراتيجيات التمويل بشكل فعال بطريقة تعظم قيمة الشركة، وينطبق هذا بشكل خاص على المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصات، حيث تؤثر تصورات السوق للاستقرار المالي والأداء بشكل مباشر على أسعار الأسهم والقيمة السوقية.

ومن خلال الطرح أعلاه تم تقسيم الفصل الأول الى:

- المبحث الأول: الهيكل المالي؛
- المبحث الثاني: أساسيات القيمة؛
- المبحث الثالث: القيمة السوقية؛

المبحث الأول: الهيكل المالي

يلعب الهيكل المالي دورا أساسيا في إدارة الشؤون المالية للمؤسسات والشركات، بحيث يمثل نظاما مترابطا يشمل مجموعة متنوعة من المصادر المالية، وعليه فان المؤسسة مطالبة بتحقيق التوازن الملائم بين العوائد والتكاليف والذي يعتبر أساس مهم لوضع نقاط أساسية حول الهيكل المالي

المطلب الأول: الهيكل المالي

أولا: مفهوم الهيكل المالي

نود تحت هذا العنوان التعرف على مختلف الأسس النظرية للهيكل المالي، وبداية مع تقديم الباحث للجدول (1-1) ليبين فيه آراء عدد من الباحثين حول مفهوم الهيكل المالي.

الجدول (1-1): تعريفات الهيكل المالي

الباحث	المفهوم	المرتكز
(أحمد توفيق، 1987، صفحة 301)	يعبر الهيكل المالي عن التوليفة المالية التي تتبعها المنشأة لتمويل أصولها، وبالتالي الاعتماد على الجانب الأيسر من الميزانية.	توليفة المناسبة لتمويل أصول المنشأة
(مجلخ و بشيشي، 2019، صفحة 120)	هو التمثيل الشامل لكل وسائل التمويل التي تستخدمها الشركة. يُشار إليه بأنه مزيج من مصادر التمويل طويلة وقصيرة الأجل، سواء كانت أدوات الدين أو أدوات ملكية وذلك بهدف تمويل استثماراتها ومشروعاتها المستقبلية بطريقة متوازنة وفعالة والتي يتم رؤيته في الجانب الأيمن من ميزانية الشركة.	مزيج بين مصادر التمويل طويلة وقصيرة الأجل (أدوات الدين وأدوات الملكية)
(تايه النعيمي و فؤاد التميمي، 2019، صفحة 288)	يُعرّف الهيكل المالي على أنه الأسلوب الذي تُموّل به أصول المنشأة ويُظهر كتشكيلة من المصادر التي تمكّن المنشأة من الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراته، ويتم تمثيله في بنود جانب الخصوم وحقوق الملكية في الميزانية.	

	يجب الإشارة إلى وجود فرق بين مفهومي الهيكل المالي وهيكل رأس المال بحيث يشمل المفهوم الأول مصادر التمويل وجانب الخصوم وحقوق الملكية في الميزانية العمومية، أما هيكل رأس المال فيشير فقط إلى الجزء العلوي من جانب الخصوم والذي يتجسد في التمويل طويل الأجل وحقوق الملكية	وجوب التفريق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال بحيث ينص الأول على استخدام مزيج ملائم بين مصادر التمويل قصيرة وطويلة الأجل أما هيكل رأس المال فيقوم بالتركيز على جانب واحد فقط وهو التمويل طويل الأجل.
(ابراهيم العامري، 2010، صفحة 159)	يمثل الهيكل المالي إجمالي الأموال المستخدمة لتمويل أصول المنشأة، وينقسم الى التمويل عن طريق الاقتراض قصير الأجل وطويل الأجل المقترض من جهة، ومن جهة أخرى الاعتماد على التمويل المملوك ولكن مع وجود مصطلح هيكل رأس المال وجب التفريق بينه وبين الهيكل المالي، بحيث أن المصطلح الأول يشتمل فقط على الأموال الطويلة الأجل بالإضافة الى التمويل المملوك.	
(سهايلية و بوكثير، 2017، الصفحات 243-244)	يجب أن تخطط المؤسسة بعناية لبناء إطار مالي مناسب يهدف إلى تعظيم قيمته مع مراعاة مصالح مالكيها والأطراف الأخرى ذات الصلة وهذا التخطيط يستوجب توفر مجموعة من الصفات الملائمة للهيكل المالي والتي تتمثل في: - الربحية والقدرة على التكيف: ينبغي للهيكل المالي أن يهدف الى تحقيق التوازن بين العوائد والتكلفة. مع ضرورة وجود مرونة مناسبة للسماح بإجراء التعديلات اللازمة على مصادر تمويلية.	يشترط توفر مجموعة من السمات التي تجعل الهيكل المالي أكثر ملائمة والتي تتمثل في: - الربحية - القدرة على سداد التزامات المؤسسة - الرقابة الفعالة

	– القدرة على سداد الالتزامات: يجب أن تضمن المنشأة قدرتها على سداد التزاماتها والديون المستحقة في المواعيد المحددة. – الرقابة: وذلك بهدف التحقق من السير الجيد للمنشأة وتصحيح الأخطاء الممكنة في هذه العملية من خلال تنفيذ مثل هذه الخطة المالية السليمة، يمكن للمؤسسة العمل على تحقيق النجاح المالي والكفاءة التشغيلية، وضمان مستقبل أكثر استقرار لجميع أصحاب المصلحة المعنيين.	

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على المصادر الواردة في الجدول

يلاحظ الباحث من الجدول **(1-1)** ومن خلال آراء الباحثين، أن هناك توجه موحد حول مفهوم الهيكل المالي مع التفصيل في نقاط مختلفة لدى كل باحث، بحيث يمكن التوصل من خلال المفاهيم الواردة في الجدول (1-1) إلى أن الهيكل المالي يمكن تلخيص مفاهيمه الاساسية في النقاط التالي:

ولكي تُكّون علاقات ناجحة وطويلة الأمد مع زبائنها فهي بحاجة إلى ما يلي:

1. يتضمن الهيكل المالي إنشاء توليفة مناسبة لتمويل أصول المنشأة تحديدًا مزيجا من مصادر التمويل ذات الأجلين القصير والطويل (أدوات الدين وأدوات الملكية).
2. يجب التفريق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال، حيث يحدد الأول استخدام مزيج ملائم بين مصادر التمويل القصيرة والطويلة الأجل، بينما يركز الثاني على جانب واحد فقط وهو التمويل طويل الأجل.
3. يشترط توفر مجموعة من السمات التي تجعل الهيكل المالي أكثر ملائمة، وذلك بداية من تحقيق أقصى ربحية ممكنة دون التأثير على توفير السيولة المناسبة لسداد التزامات المؤسسة، مع المحافظة على استقرار هذه المنظومة من خلال إقامة رقابة دورية.

ثانيا: مناهج اختيار الهيكل المالي

أ- منهج التوازن

يشير مصطلح التوازن إلى اختيار الهيكل المالي الذي يقدم أفضل البدائل بأقل تكلفة ممكنة وبتحقيق درجة مثالية من التوازن بين عناصر الهيكل المالي، بالإضافة إلى التركيز على العوائد المتوقعة وحركة أسعار الفائدة من أجل تحقيق حالة التوازن ومرونة المالية داخل المؤسسة. (دريد كامل، 2010، صفحة 122)

ب-منهج التوازن المقارن

تفترض هذه الإستراتيجية تحقيق توازن في هيكل التمويل من خلال مقارنة بين مصادر التمويل المتاحة واختيار أفضل البدائل الممكنة، ويتم هذا الاختيار انطلاقا من مراعاة التكاليف المتوقعة من كل بديل متاح وحركة أسعار الفائدة، واختيار هيكل التمويل الذي يحقق توازن بين مكونات التمويل المختلفة. (دريد كامل، 2010، صفحة 122)

ت-منهج التوازن الديناميكي

يستند هذا المنهج على وجود متغيرات إضافية بجانب التكلفة واتجاهات أسعار الفائدة لاختيار المزيج التمويلي، وبالتحديد المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، إلى جانب مجموعة من العوامل الأخرى والتي تشمل فترة الائتمان ووجود ساسة مالية محددة وجيدة في الدولة. (أنفال، 2012، صفحة 5)

المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي

يعد الهيكل المالي لأي مؤسسة من العوامل الأساسية التي تؤثر على أدائها واستدامتها المالية، حيث يتكون من مجموعة من المصادر التي تلجأ إليها المؤسسات لتمويل أنشطتها المختلفة. وتنقسم هذه المصادر بشكل عام إلى مصادر تمويل داخلية وأخرى خارجية، ويختلف الاعتماد على كل منها وفقا لسياسات المؤسسة وظروفها المالية.

أولا: مصادر التمويل الداخلي

1- التمويل الذاتي

يمكن تقديم عدة تعاريف للتمويل الذاتي باختلاف الباحثين كالاتي:

يمثل التمويل الذاتي عملية استخراج الأموال بصفة مباشرة من داخل المؤسسة وبصفة أكثر دقة من صافي الأرباح المحققة من قبل هذه الأخيرة، بحيث يعتبر التمويل الذاتي الأرباح التي لم توزع على المساهمين وكذلك الاحتياطات من أهم المصادر التي تمنح المؤسسة طابع الاعتماد على قدرتها الفعالة في استغلال مواردها الخاصة لتغطية احتياجاتها التمويلية. (ين الشريف، 2018، صفحة 377)

يعتبر التمويل الذاتي بصفة جزئية أو كلية مورد داخليا محتمل يتم توليده من نشاط المؤسسة (Dov, 2008, p. 30)، والذي يعاد توجيهه الى أصول المؤسسة وتطوير وسائل الإنتاج بهدف توسعة عمليات الإنتاجية للمؤسسة. (شرابي، 2013-2014، صفحة 4)

يسمح التمويل الذاتي للمؤسسة بتوزيع أرباحها على المساهمين وذلك بعد خصم جميع المصروفات العمومية، والتكاليف الأخرى، إضافة الى قدرتها على ادراج الأرباح المحققة في رأس مال المؤسسة، كذلك يقدم التمويل الذاتي مرونة أكثر للحصول على ديون اضافية من الغير وذلك بسبب الضمان الناتج عن

الأرباح المحققة والتي تسمح للمؤسسة بسداد هذه الديون، وبعد تحقيق المؤسسة لنسب تمويل ذاتي موجبة عبر السنوات يمكن أن يقلل بشكل كبير من العبء المالي المرتبط بالديون (بن شريف، 2018، صفحة 319)

وعليه يمكن الاستنتاج من تعاريف الباحثين أن التمويل الذاتي هو القيمة الموجبة المحققة والذي يخصص لتمويل بنود الأموال الخاصة، الأمر الذي يسمح بكسب ضمان أكثر من طرف المستثمرين، أو إعادة توجيهه لتغطية بنود الأسياسية الموجودة في الجانب الأيمن من ميزانية.

1-1- مكونات التمويل الذاتي

1-1-1- الأرباح المحتجزة:

الأرباح المحتجزة تمثل جزء من مجموع المبالغ النقدية المحققة من أنشطة الاستغلال للمؤسسة الاقتصادية، بحيث قررت هذه الأخيرة عدم توزيع هذه الأرباح على المساهمين والاحتفاظ بها لاستثمارها في نمو وتطوير النشاط العملي لهذه المؤسسة، وتعتبر الأرباح المحتجزة أحد المصادر الأساسية للتمويل الذاتي، أكثرها كفاءة من اصدار الأسهم العادية. (ابراهيم العامري، 2010، صفحة 726)

1-1-2- الاهتلاكات:

تقوم الاهتلاكات على فكرة معالجة الانخفاظ المستمر للقيمة الاقتصادية للوسائل الفعالة في عملية الإنتاج والمتمثلة في الأصول غير جارية نتيجة الاستخدام المتكرر والزمن، وذلك عن طريق قيام المؤسسة بتخصيص جزء من الدخل المحقق لاسترجاع قيمة هذه الأصول (حجاج و شيخي، 2014، صفحة 244).

من خلال العملية المتكررة لاسترداد قيمة الأًصول غير جارية، تقوم المؤسسة بتجديد أصولها بشكل تدريجي وكذلك يمكن استثمارها في تحسين دورة الاستغلال داخل المؤسسة من خلال استحداث التكنولوجيا المطبقة أو توسيع النشاط لتغطية أسواق أكثر، وتسعى المؤسسة الى اثبات الاهتلاك المطبق على عناصر الأصول الثابتة وذلك بغرض توضيح صحة الصورة الحقيقية المقدمة من طرف هذه المؤسسة وتأكيدها لدى الأطراف المستفيدة من القوائم المالية (عمارة و نور الدين، 2016، صفحة 154).

أنواع الاهتلاك: ويتم تقسيمها الى ما يلي (مامش، 2011، الصفحات 254-261):

أ- الاهتلاك الثابت:

طريقة الاهتلاك الثابت هي إحدى أساليب احتساب قيمة الاهتلاك لعناصر الأصول الثابتة، تستخدم هذه الطريقة لتخصيص قيمة على مدار فترة الاستخدام المتوقعة لهذه الأصول، ومن المفترض أن تنخفض قيمة الأصل بشكل متساوي خلال مدة اهتلاكه.

ب-الاهتلاك المتناقص:

تستند طريقة الاهتلاك المتناقص إلى تقسيم الاهتلاك إلى قيم غير ثابتة، بحيث تكون الأقساط في السنوات الأولى بقيم كبيرة ثم تلجأ إلى الانخفاض مع مرور العمر الإنتاجي للأصل، ويبرر المبدأ المتبع في هذه الطريقة إلى انخفاض المردودية الخاصة بالأصل مع مرور الزمن بالإضافة إلى ارتفاع تكاليف الصيانة مما يؤدي بضرورة إلى تناقص المنفعة الكلية للأصل بعد كل دورة.

ت-الاهتلاك المتزايد:

تقوم طريقة الاهتلاك المتزايد بنفس مبدأ الاهتلاك المتناقص من ناحية تقسيم الاهتلاك إلى قيم غير ثابتة، مع اختلاف من ناحية اختلاف الأقساط بحيث في السنوات الأولى تكون القيم صغيرة ثم تلجأ إلى الارتفاع مع مرور العمر الإنتاجي للأصل، ويبرر المبدأ المتبع في هذه الطريقة إلى التسديدات الثابتة المتحصل عليها والتي تسمح للمؤسسة ان يكون لها طريقة متزنة لتسديد هذه الأموال المقترضة.

1-1-3- المؤونات:

يتم توليد المؤونات بغرض تغطية الأعباء والخسائر والتي يحتمل وقوعها وذلك نتيجة الانكماش الذي يحلصل في الدورة المالية، ويمكن تعريفه أيضا بانه الانخفاض الحاصل في قيمة الأصول والذي يجب على المؤسسة الحذر منه والسعي لتجنبه. يلزم القانون التجاري الجزائري المؤسسات بخلق المؤونات وتسجيلها في دفاتر المحاسبة (ساحل، 2019، صفحة 67).

1-1-4- الاحتياطات:

تأخذ الاحتياطات نفس شكل الأرباح المحتجزة من ناحية المصدر، بحيث يمكن تعريفها على أنها المبالغ التي لم يتم توزيعها على المساهمين والمقتطعة من الأرباح، وذلك بغرض تعزيز القدرة المالية للمؤسسة الاقتصادية أو لتنفيذ مجموعة من السياسية العامة المفروضة للدولة. (شرابي، 2013-2014، صفحة 16)

ثانيا: مصادر التمويل الخارجي

تلجأ المؤسسات إلى مصادر التمويل الخارجي لتلبية احتياجاتها المالية، خاصة عندما لا تكفي الموارد الذاتية لتمويل العمليات التوسعية أو مواجهة التحديات المالية. وتنقسم هذه المصادر إلى تمويل قصير الأجل ومتوسطة وطويل الأجل، حيث يتميز التمويل قصير الأجل بقدرته على تغطية الاحتياجات المؤقتة للمؤسسة دون التزام مالي طويل الأمد.

1- مصادر قصيرة الأجل:

1-1- الائتمان التجاري

يعد الائتمان التجاري من أبرز مصادر التمويل قصير الأجل التي تعتمد عليها المؤسسات، حيث يتيح لها الحصول على السلع والخدمات دون دفع فوري، مما يساعد في تحسين التدفقات النقدية وإدارة رأس المال العامل بكفاءة.

1-1-1- مفهوم الائتمان التجاري:

يشير الائتمان التجاري إلى قدرة الائتمانية التي يتم تقديمها من طرف المورد الى المشترى نتيجة عملية شراء السلع بغرض إعادة بيعها، ويتم اللجوء إلى هذه الخاصية الائتمانية عندما تكون هنالك صعوبة في الحصول على قروض البنكية إضافة إلى عدم قدرة رأس مال المشترى على تغطية هذه العملية، وبالتالي تحقيق المزيد من الأرباح بالنسبة للبائع مع الحفاظ على علاقة مع عملائه، في حين أن المشترى يستكمل مهنته ويحقق المزيد من المكاسب. (شريف، 2021، الصفحات 111-112)

1-1-2- **أنواع الائتمان التجاري** (شريف، 2021، صفحة 113):

- الحساب المفتوح: يمكن هذا النوع من الائتمان للمشترى من تمويل احتياجاته المالية من خلال توفير البائع لحساب جاري مخصص لعمليات السحب، حيث يتم تسجيل جميع البضائع المباعة وكذلك المبالغ التي يدفعها المشترى مقدما.
- البيع بالأجل: هو عملية بيع السلع والخدمات للمشترى بالاضافة الى منحه فترة زمنية لسداد المبلغ المستحق وفي المقابل يقوم المشترى بتزويد البائع بأداة تجارية مستحقة الدفع بعد فترة معينة من الوقت.

1-2- الائتمان المصرفي

1-2-1- مفهوم الائتمان المصرفي

الائتمان المصرفي هو آلية مالية تقوم على تبادل القيمة الحالية مقابل الوعد بقيمة مستقبلية معادلة وفي الغالب ما تكون هذه القيمة نقدية، مما يشترط وجود طرفين أحدهما يمنح الائتمان والاخر يستفيد من هذه التسهيلات مع الاتفاق علي شروط السداد والفوائد وطريقة التسديد في حالة.

1-2-2- أهمية الائتمان المصرفي

أ- العميل:

يمكن للعميل فردا كان أو شركة الحصول على الائتمان المصرفي المناسب لتلبية مختلف الاحتياجات المالية سواء كان ذلك لمواجهة الحالات الغير متوقعة والتي تؤدي إلى عجز مؤقت أو حتى لتلبية احتياجات استثمارية جديدة وتوسيع القائمة منها.

ب-المصرف:

يشكل الائتمان المصرفي إحدى مصادر دخل المهمة بالنسبة للمصارف وذلك من خلال الحصول على فوائد نتيجة تقديم القروض والائتمان للعملاء، في حين أن الائتمان يجلب أكبر عوائد للمصارف التجارية، فانه في نفس الوقت يحتوى على الكثير من المخاطرة، مما يستوجب استخدام تقنيات لتقييم الائتمان وإدارة هذه المخاطر.

ت-النشاط الاقتصادي للدولة

الائتمان المصرفي له دور حاسم في الاقتصاد، بداية من زيادة الناتج المحلي الإجمالي نتيجة التعزيز الذي يقدمه الائتمان للإنتاج والاستهلاك، إضافة إلى تحفيز الاستثمار والذي يؤدي إلى إيجاد فرص عمل جديدة وتقليل معدلات البطالة.

1-3- الأوراق التجارية

1-3-1- مفهوم الأوراق التجارية

تشكل الأوراق التجارية إطارا قانونيا وضعه التجار والمشرعون، وتعتبر الورقة التجارية أداة قابلة للتداول يتم إصدارها من قبل الشركات والمؤسسات، وتستخدم على نطاق واسع لتسديد دين أو كوسيلة للوفاء بالالتزام اتجاه الغير. علاوة على ذلك يتم توظيف الأوراق التجارية للحصول على القروض المالية وخاصة القروض قصيرة الأجل. (الصادق، 2016، الصفحات 20-24)

1-3-2- خصائص الأوراق التجارية (شنوف، 2015، الصفحات 278-279):

- الأوراق التجارية أداة مكتوبة تشترط وجود مجموعة من البيانات بهدف تسهيل عملية التعرف على نوع وطبيعة هذا السند مثل القيمة النقدية لهذا السند وتاريخ الإنشاء والوفاء
- الأوراق التجارية تعمل كوسيلة للوفاء بدلا من الائتمان، لذلك يمكن دفع السند بمجرد الاطلاع أو بعد فترة وجيزة لتسهيل المعاملات التجارية.

- الأوراق التجارية قابلة للتداول عن طريق التظهير، فقد جرى العرف على اعتبارها أداة للوفاء ويتم التظهير من خلال الكتابة على ظهر الورقة لينتقل بموجبه المظهر ملكية الحق الثابت فيه لأمر المظهر إليه.

2- مصادر متوسطة الأجل:

2-1- القروض متوسطة الأجل

تصنف القروض المتوسطة على الاستثمارات ذات العمر الإنتاجي الذي يصل إلى سبع سنوات، غالبا ما تتضمن هذه الاستثمارات عناصر مثل الآلات والمعدات، وبسبب طول مدة النسبية للقرض فان البنك أو المؤسسة المالية تكون أكثر عرضة للمخاطرة والمتعلقة منها بإمكانية عدم السداد ويمكن تقسيم القروض المتوسطة إلى نوعين، القروض القابلة للتعبئة والقروض الغير قابلة للتعبئة (إسماعيل إبراهيم ، 2016، صفحة 258)

2-1-1- القروض القابلة للتعبئة:

تمثل القروض القابلة للتعبئة نوع من الأنواع التي تسمح للبنك المانح للقرض بإعادة خصمه مع المؤسسات المالية الأخرى أو حتى البنك المركزي، هذا ما يتيح للبنك الحصول على السيولة اللازمة في الوقت الحالي دون انتظار إلى غاية انتهاء فترة استحقاق القرض الذي تم تقديمه، هذه الخاصية الموجودة في هذا النوع من القروض تسمح للبنك بتقليل المخاطر نتيجة احتمال الوقوع في أزمة نقص سيولة وكذلك تقليل من مخاطر تجميد الأموال.

2-1-2- القروض غير القابلة للتعبئة:

يفتقر القروض غير القابلة للتعبئة لخاصية السماح للبنك المانح للقرض بإعادة خصمه مع المؤسسات المالية الأخرى أو حتى البنك المركزي، ونتيجة لذلك يجد البنك نفسه غير قادر على الحصول على سيولة من هذا القرض المقدم إلى عند انتهاء فترة الاستحقاق وبالتالي تعرضه لمجموعة متزايدة من المخاطر، إضافة إلى عدم القدرة على الوصول إلى السيولة بسرعة يجعل البنك غير قادر على اغتنام الفرص المربحة.

3- مصادر طويلة الأجل:

تعتمد المؤسسات على مصادر التمويل طويلة الأجل لتمويل المشاريع الاستثمارية والتوسعات الكبرى، مما يمنحها استقرارا ماليا على المدى البعيد. ويعد التمويل بالملكية أحد أهم هذه المصادر، حيث يوفر للمؤسسة رأس المال اللازم دون الحاجة إلى تحمل أعباء الديون.

3-1- التمويل بالملكية

يعتبر التمويل بالملكية من أكثر أساليب التمويل طويلة الأجل شيوعا، ويشمل عدة أدوات من بينها الأسهم العادية، التي تمثل المصدر الأساسي لتمويل الشركات من خلال مشاركة المستثمرين في رأس المال مقابل حقوق ملكية تمنحهم حصة في الأرباح وإمكانية التأثير في قرارات الشركة.

3-1-1- الأسهم العادية:

الأسهم العادية هي أدوات مالية تقوم بإصدارها الشركات بغرض تكوين جزء من رأس المال، مما يعنى أن هذا الأخير مقسم إلى عدد معين من الأسهم من جهة تمنح لصاحبها الحق في الملكية ومن جهة أخرى تحمله الخسائر بقدر درجة مساهمته في المؤسسة، يمتلك المساهمون العاديون إمكانية تلقي أرباح إذا كانت الشركة مربحة وفي مقابل لا يتلقوا عوائد في حالة تكبد خسائر أو حتى في حالة رغبة الإدارة بعدم توزيع الأرباح (محمود بشير المغربي، 2019، الصفحات 15-16)، ويكون بهذا السهم مجموعة من القيم من أهمها(حنان، 2020، صفحة 32):

- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة الأولية التي يصدر بها السهم أثناء عملية الاكتتاب، اذ يقوم المستثمرين بشراء الأسهم بسعر الاسمي وتنتقل بعد ذلك للتداول وبالتالي استبدال القيمة الاسمية للسهم بالقيمة السوقية.
- **القيمة الدفترية:** وتعتبر القيمة الدفترية تقييما دقيقا لقيمة المؤسسة وفق لدفاترها المحاسبية او بيانها المالي.
- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يتم تحديدها على أساس حركة الأسهم في سوق رأس المال، والتي تتغير باستمرار نتيجة العديد من العوامل منها ما يتعلق بالمؤسسة ومنها ما يعود بشكل كبير على الوضع الاقتصادي
- **قيمة التصفية:** عند انتهاء دورة حياة المؤسسة الاقتصادية أو في حالة عجز هذه الأخيرة عن الوفاء بالتزاماتها اتجاه الغير، فإنها تلجأ الى بيع جميع أصولها من أجل سداد جميع الالتزامات
- بما فيها الأسهم الممتازة، وما تبقى يتم تقسيمها بين المساهمين العادين.

3-1-2- الاسهم الممتازة:

السهم الممتاز هو نوع من الأدوات المالية ويعرف بأنه ورقة ملكية تحمل قيمة اسمية ودفترية وسوقية، يتمتع بنفس خصائص السهم العادي ولكن مع وجود مزايا إضافية تشمل أسبقية أصحاب الأسهم الممتازة

في استرداد أموال التصفية عند القيام بتصفية المؤسسة، إضافة إلى إمكانية الحصول على توزيعات سنوية محددة كنسب مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للأسهم، ويمكن التمييز بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة من خلال الجوانب التالية:

- العوائد الثابتة: يتلقى حملة الأسهم الممتازة عائدا ثابتا محدد كنسبة مئوية مهما كانت نتيجة المؤسسة، عكس أصحاب الأسهم العادية والذين يحصلون على توزيعاته في حالة تحقيق أرباح إضافة إلى رغبة الإدارة في توزيع هذه الأرباح
- حقوق التصويت: يفتقر أصحاب الأسهم الممتازة الحق في التصويت في ظروف العادية
- توزيعات الأرباح: يتمتع السهم الممتاز بأولوية توزيع الأرباح، وبالتالي لا يتلقى أًصحاب الأسهم العادية أي أرباح إلا بعد الانتهاء من توزيعات الخاصة بأرباح الأسهم الممتازة
- التصفية: يجب توزيع الأموال في حالة التصفية بشكل تفصيلي على حاملي الأسهم الممتازة
- خيار الاستدعاء: تقدم الإدارة سلطة استرداد الأسهم الممتازة عن طريق شراءها من أًصحابها.

3-2- قروض طويلة الأجل

تعتمد المؤسسات على القروض طويلة الأجل لتأمين احتياجاتها التمويلية الكبيرة، حيث توفر هذه القروض سيولة تمكنها من تنفيذ المشاريع التوسعية والاستثمارية دون الحاجة إلى التخلي عن جزء من ملكيتها ومن بين أهم أدوات القروض طويلة الأجل، نجد السندات، التي تعد وسيلة فعالة للاقتراض من المستثمرين مقابل عائد دوري ثابت

3-2-1- السندات

تعتبر السندات إحدى الأدوات التمويلية التي تلجأ إليها الشركات والحكومات للحصول على موارد مالية طويلة الأجل، حيث تمثل ورقة مالية تصدرها المؤسسة مقابل التزامها بسداد أصل الدين والفوائد للمستثمرين خلال فترة زمنية محددة. وفي هذا الإطار، سنستعرض مفهوم السندات وأهم خصائصها وانواعها.

أ- مفهوم السندات

من الناحية الاقتصادية، السند هو أداة مالية تمثل إثباتا مكتوبا للدين قابلة للتداول يتم إصدارها من طرف الحكومات أو المؤسسات، وكل حامل للسند يعتبر دائن للجهة المصدرة مما يمنحه الحق في استلام القيمة الاسمية عند تاريخ استحقاقه إضافة إلى الحق في المدفوعات المستحقة وفي المقابل لا يملك أي

ملكية في الكيان، ويحمل السند قيمة سوقية تتأثر بعوامل مثل الوضع المالي للجهة المصدرة والظروف الاقتصادية. (عبد الحفيظي و سلماني، 2014، صفحة 205)

ب-خصائص السندات

تمتلك السندات سمات فريدة تميزها عن غيرها من الأوراق المالية ويمكن تلخيصها في مايلي:

- السند عبارة عن التزام تمنحه المؤسسات بهدف جمع الأموال اللازمة لاحتياجاتها دون التأثير على رأس المال، مع إمكانية إصداره بسعر أكبر من قيمته الاسمية.
- يتلقى حامل السند عوائد ثابتة أو متغيرة مهما كانت نتيجة المؤسسة، وكذلك له الأولية في الحصول على جميع حقوق بعد تصفية المؤسسة، وفي المقابل ليس له الحق في التصويت.
- لا يمكن طلب استرداد قيمة السندات إلى بعد انتهاء تاريخ استحقاقها
- يمكن دعم السندات بواسطة أصول المؤسسة

ث-أنواع السندات

يمكن تصنيف السندات بناء على عدة معايير أهمها:

- **السندات العامة:** يتم إصدار السندات من قبل الحكومة بغرض احتياجها للأموال، غالبا من خلال الخزينة العامة أو المؤسسات الحكومية.
- **السندات الخاصة:** تصدر المؤسسات سندات ذات قيمة ثابتة وذلك لتأمين الاحتياجات اللازمة من المحيط الخارجي أو خدمة الأغراض التوسعية لهذه المؤسسات
- **السندات المضمونة:** يمتلك حامل السند المضمون الحق في الضمان عند عدم قدرة المؤسسة في سداد الدين.
- **السندات غير المضمونة:** تفتقر هذه السندات عكس سابقتها إلى أي ضمان، وبالتالي تعتمد على الوضع المالي المحقق من طرف المؤسسة المصدرة لهذه السندات.
- **السندات الدخل الثابت:** تقدم عائد ثابتا من تاريخ الحصول على السند إلى غاية تاريخ الاستحقاق، ويرتفع الطلب على هذا النوع من سندات كلما انخفضت معدلات الفائدة في السوق بسبب رغبة المستثمر في الحصول على عائد أكبر.
- **سندات ذات العائد المتغير:** يحصل حامل هذا السند على عائد متقلب بناءا على أسعار الفائدة أو المؤشرات في السوق

- **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** يمكن هذا الصنف من الأوراق التجارية باستبدال السندات بعدد معين من الأسهم يتم الاتفاق عليه بين الطرفين.
- **السندات الدائمة:** تفتقر السندات الدائمة إلى تاريخ استحقاق، لذلك يتوجه أصحاب هذه السندات إلى السوق المالي من أجل بيعها والحصول على عوائد
- **سندات ذات تاريخ استحقاق محدد:** تمتلك تاريخ استحقاق محدد، لذلك يمكن لحامل السند استعادة القيمة الاسمية
- **سندات ذات شرط الاستدعاء:** يمكن للطرف المصدر إعادة شراء هذه السندات حسب تقديرهم، وغالبا ما يكون ذلك بعلاوة على القيمة الاسمية.
- **سندات المساهمة:** يتم إصدارها لعدة أغراض مختلفة منها تمويل صادرات والواردات وكذلك الاستثمار.
- **السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم:** تمتاز هذه السندات بحق الاكتتاب في أسهم الشركة خلال الزيادات المستقبلية في رأس المال

3-2-2- التأجير التمويلي

التأجير التمويلي يمثل عقد يسمح للمستأجر بتأجير الأصول التي تم الاتفاق عليها وتقديمها من طرف المؤجر مع احتفاظه بحق الملكية مقابل دفع المستأجر إيجارا لاستخدام الأصل لفترة طويلة الأجل ومدون في بنود العقد، ويقدم الإيجار التمويلي تسهيلات للبنوك والمؤسسات المالية للحصول على العقارات وتأجيرها للطرف المستأجر، ليقوم هذا الأخير في نهاية فترة بشراء الأًصل بقيمة متبقية والتي في أغلب الأحيان تكون منخفضة على أن يتم الدفع في شكل أقساط متفق عليها تعرف بسعر الإيجار

المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي

يعد تحديد الهيكل المالي الأمثل من أهم القرارات الاستراتيجية التي تواجهها المؤسسات، حيث يتأثر بعدة عوامل تؤثر في اختيار مزيج التمويل المناسب بين الديون وحقوق الملكية. وتلعب هذه المحددات دورا رئيسيًا في تحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد المالية، مما يضمن استدامة المؤسسة وقدرتها على النمو. ومن بين أهم هذه المحددات، نجد هيكل الأصول، الذي يؤثر بشكل مباشر على قرارات التمويل.

أولا: هيكل الأصول

يجسد هيكل الأصول الترتيب والتوزيع النسبي للاستثمارات بين الأصول الثابتة (كالممتلكات والمعدات) ورأس المال العامل والأصول الجارية (كالسيولة والحسابات المدينة والدائنة)، وبالتالي الاهتمام

بفحص المكونات الموجودة في الجانب الأيمن من الميزانية العمومية، ويتكون هيكل الأَول من مجموعة متنوعة من العناصر مثل النقد والحسابات الدائنة والأوراق المالية والعقارات والمعدات والمخزون وغيرها من الأصول الثابتة والتي تتغير باستمرار حسب نشاط الشركة واحتياجاته (عبد السلام شاكر، 2006، الصفحات 107-108)

وتنقسم أهم النسب المعبرة عن هيكل رأس المال إلى (محمود الزبيدي، 2000، صفحة 67) :

- نسبة الرافعة المالية.
- نسبة القروض إلى حقوق الملكية
- نسبة الأصول إلى حقوق الملكية
- نسبة الأصول الثابتة إلى حقوق المالية
- نسبة الأصول الجارية إلى حقوق الملكية

ثانيا: الربحية

تعرف الربحية بأنها القيمة الفعلية الناتجة من الارتباط الموجود بين الأرباح التي تحققها المؤسسة خلال فترة زمنية معينة والاستثمارات التي تساهم في تحقيق هذه الأرباح في نفس الفترة (صبري، 2014، صفحة 382)،

ثالثا: حجم المؤسسة

هنالك أشكال مختلفة من تصنيف المؤسسات وفقا لمعيار الحجم، مثل تصنيف المؤسسة حسب عدد الموظفين، والتي تنص على اعتبار المؤسسة التي يقل عدد عمالها عن 10 ذات تصنيف حرفي، والمؤسسة التي يتراوح عدد عمالها بين 110 الى 500 عامل مؤسسة صغيرة ومتوسطة، أما المؤسسة التي يتجاوز عدد عمالها 500 عامل فيتم تصنيفها كمؤسسة كبيرة، بالإضافة الى أنه يمكن تصنيف المنشأة حسب حجم المخرجات أو الأرقام المحققة (سباع و عمر عبدة، 2022، الصفحات 129-130). يؤثر حجم المؤسسة على البنود المكونة لهيكل المالي، وذلك نتيجة اختلاف الاحتياجات بين أصناف المؤسسات بحيث تتطلب المؤسسات صغيرة الحجم على مصادر الذاتية على عكس المؤسسات ذات الحجم الكبير التي تعتمد على الاستدامة. (بلخير و ضيف، 2017، صفحة 593)

رابعا: الموقف الضريبي

تعد الوافرات الضريبية من بين أهم السمات البارزة لاستخدام الديون كوسيلة لتمويل أنشطة المؤسسة واستثماراتها، ويمكن لهذه الأخيرة خصم تكاليف الفائدة على الديون المستخدمة في تمويل أنشطة المؤسسة من الإيرادات الإجمالية لحساب الربح الصافي الخاضع للضرائب، وتعتبر الوافرات الضريبية وسيلة لتقليل الأعباء الضريبية على المؤسسة وذلك من خلال التخفيضات في الضرائب عن طريق الديون المستخدمة، وهذا يحفز الطرف المستفيد على استخدام الديون كجزء من هيكلها المالي. (طيبي و محمد الأمين، 2023، صفحة 225)

خامسا: معدل النمو

يرتبط معدل نمو المؤسسة ارتباطا وطيدا بزيادة احتياجات المؤسسة من الموارد المالية، ولذلك تلجأ المؤسسة لأساليب التمويل المختلفة من أجل تغطية هذه الاحتياجات المالية وبنسبة أكبر فان المؤسسة ذات النمو العالي تتجه نحو أسواق رأس المال وذلك بهدف المحافظة على نسبة الربحية المحققة من قبلها، غالبا ما تكون عروض الإضافية للأسهم في سوق رأس المال مصحوبة بتكبد خسائر وانخفاض القيمة السوقية للأسهم، (أحمد على محمود، 2019، صفحة 159)

سادسا: المرونة المالية

تشير الأفضلية الموجودة لدى المؤسسات الاقتصادية في الحصول على المرونة المالية بقدرتها على مواجهة التعثر المالي بشكل أفضل من باقي المؤسسات (بلعلمي، 2019، صفحة 187) ، وبالتالي يمكن القول أن المرونة المالية هي القدرة على التأقلم مع مختلف الظروف والتغيرات التي تحدث سواء على مستوى المحيط الخارجي للمؤسسة أو محيطها الداخلي.

سابعا: المخاطر المالية

شهدت المؤسسات بسبب التقدم التكنولوجي مجموعة متزايدة من الأنشطة، الأمر الذي يؤدي بالضرورة إلى التعرض بشكل أكثر للمخاطرة والذي يمكن ترجمته في الغالب على أنه ذلك الفرق الموجود بين ما هو متوقع وما هو واقع فعليا، وبالتالي وجود حالة عدم التأكد في تحصيل الأرباح المستقبلية، ويمكن تقييم هذه المخاطر من خلال تحليل التغيرات السنوية في الأرباح (مسراتي، 2021، صفحة 365).

ثامنا: درجة استقرار المبيعات

توجد علاقة قوية بين حجم المبيعات المحقق وأرباح المؤسسة بالإضافة إلى نسبة الاعتماد على تمويل بواسطة الاقتراض، بحيث تكتسب المؤسسة مزايا من استخدام الرافعة المالية وذلك من خلال استقرار نسبة المبيعات والأرباح الفعلية للمؤسسة، هذا ما يسمح لهذه الأخيرة باستقبال مخاطر أقل مقارنة بالحالات التي تكون فيها المبيعات والأرباح أكثر تقلبًا.(محمد عبد الله، 2017، صفحة 93)

تاسعا: السيولة

تقدم السيولة تسهيلات للمؤسسة من أجل تلبية الالتزامات المالية قصيرة الأجل بطرق سريعة ودون الحاجة إلى تداول الأصول الثابتة أو الاستثمارات طويلة الأجل، وبالتالي فان السبيل الأساسي لتغطية هذه الالتزامات هي من خلال التدفقات النقدية الناتجة عن المبيعات، وتأثر السيولة بشكل طردي على هيكل رأس المال بحيث كلما ارتفعت نسب السيولة في المؤسسة كلما كانت هنالك سهولة في الحصول على الاقتراض.(غياث شيخة، 2021، صفحة 152)

❖ المبحث الثاني: أساسيات القيمة

تعد القيمة مفهوما محوريا في مختلف المجالات الاقتصادية والمالية والمحاسبية، حيث تلعب دورا أساسيا في تحليل واتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار والتسعير وتقييم الأصول ومن أجل فهم هذا المفهوم بشكل متكامل، من الضروري استعراض تطوره في الفكر الاقتصادي والمالي والمحاسبي، حيث يختلف تعريف القيمة وفقا لكل مجال ووفقا للسياق الذي تُستخدم فيه.

المطلب الأول: القيمة في الفكر الاقتصادي، المالي والمحاسبي

حظي مفهوم القيمة باهتمام واسع في الفكر الاقتصادي، حيث سعى الاقتصاديون منذ العصور القديمة إلى تحديد مصادرها وطرق قياسها وقد تطورت النظريات الاقتصادية التي تفسر القيمة من المدرسة الكلاسيكية التي ركزت على قيمة العمل، إلى المدارس الحديثة التي أخذت في الاعتبار العرض والطلب وعوامل أخرى. في هذا الإطار، سنستعرض أبرز المفاهيم والتفسيرات الاقتصادية للقيمة.

أولا: القيمة في الفكر الاقتصادي

لقد تم استكشاف القيمة على نطاق واسع في الفكر الاقتصادي، مع مساهمة مدارس فكرية مختلفة في هذه المناقشة الفكرية على مر الزمن، وقد اعتقد الفيزيوقراطيون أن القيمة مستمدة من العمل على الأرض والذي اعتبروه المصدر الوحيد للثروة. وفي الوقت نفسه، نسبت المدارس الكلاسيكية والماركسية القيمة إلى تكاليف الإنتاج على الرغم من اختلاف تفسيراتهم لهذا المفهوم. وعلى النقيض من ذلك، زعم الاقتصاديون

النيوكلاسيك أن القيمة تتحدد في المقام الأول من خلال المنفعة، في حين افترضت مدرسة الحدية ذات الصلة أن كل من تكاليف الإنتاج والمنفعة تؤثران بشكل مشترك على القيمة.

تعمل نظرية القيمة كأساس لأي نظرية اقتصادية شاملة وهي مركزية للتحليل الاقتصادي للمدارس المختلفة. لفهم تطور هذا المفهوم بشكل كامل يجب أن نبدأ بالاقتصاديين الكلاسيكيين والذين كانوا أول من أسس نظرية علمية للقيمة بدءًا بمساهمات آدم سميث. قبل الاقتصاديين الكلاسيكيين، لم يطور التجار ولا الفيزيوقراطيون نظرية واضحة لتفسير القيمة، بحيث ركز أصحاب المدرسة الأولى في المقام الأول على تراكم المعادن الثمينة كأساس للثروة وربطوا القيمة بها، أما أصحاب المدرسة الثانية (الفيزيوقراطيون) نسب القيمة إلى الأرض والتي اعتبروها مصدر الثروة وأساس فلسفتهم.

1- تمثل القيمة في الفكر الاقتصادي الحكم الممنوح على أهمية سلعة أو خدمة.

2- يميز الفكر الاقتصادي بين ثلاثة أزواج من المفاهيم المتعلقة بالقيمة:

القيمة الإجمالية مقابل القيمة الوحدوية: تشير القيمة الإجمالية إلى مقياس مجرد جماعي، في حين أن القيمة الوحدوية فردية وتعكس الحكم الشخصي.

القيمة الموضوعية مقابل القيمة الذاتية: القيمة الموضوعية اجتماعية وتستند إلى الحكم الجماعي لمجموعة بشأن قدرة سلعة ما على تلبية احتياجاتها، في حين أن القيمة الذاتية فردية وتستند إلى الرضا الشخصي.

القيمة الاستعمالية مقابل القيمة التبادلية: تشير القيمة الاستعمالية إلى قدرة السلعة على تلبية الاحتياجات بشكل مباشر، في حين تتعلق القيمة التبادلية بالنسبة التي يمكن بها تداول السلع.

عندما يناقش الفكر الاقتصادي القيمة الاستعمالية، فإنه يشير عمومًا إلى القيمة الاستعمالية الفردية الذاتية. وعلى العكس من ذلك، غالبًا ما تعني القيمة التبادلية قيمة مبادلة موضوعية ووحدوية. عندما توصف القيمة بأنها موضوعية وذاتية وإجمالية، فإنها تشير إلى قيمة المنفعة. بناءً على ما سبق، يمكن توضيح هذين المفهومين الأساسيين للقيمة في الفكر الاقتصادي كما يلي:

أ. القيمة الاستعمالية: يعكس هذا المفهوم أهمية السلعة بالنسبة للمستهلك، ويقيس الرضا الناتج عن استخدامها، بالإضافة إلى خضوع هذا المفهوم للذاتية، وذلك بسبب الاختلاف الذي يمكن تسجيله بين المستهلكين بناءً على احتياجاتهم الفردية.

ب. القيمة التبادلية: يعبر هذا المفهوم عن مقدار التبادل الذي يمكن أن يحدث بين السلع، مما يعكس الأهمية الاقتصادية التي ينسبها الأفراد والمجتمع إليها. وعلى عكس القيمة الاستعمالية، فإن القيمة التبادلية موضوعية وتتمتع بإجماع واسع النطاق داخل المجتمع.

3- منهجان رئيسيان لاستخدام وحدة القياس لتحديد القيمة التبادلية

لقد طور الفكر الاقتصادي منهجان رئيسيان لتحديد القيمة التبادلية من خلال استخدام وحدة قياس:

أ. **الوحدات المادية:** يزعم بعض خبراء الاقتصاد، مثل آدم سميث، أن استخدام الوحدات المادية مثل ساعات العمل يعد مقياسًا أكثر دقة لقيمة التبادل من النقود، والتي يمكن أن تتقلب في القوة الشرائية.

ب. لقياس بوحدات نقدية (القياس المالي): ورغم الانتقادات التي وجهها المعارضون لاستخدام النقود كأساس للتقييم، فإن أنصار هذا النهج يؤكدون على ضرورته، نظراً لقبوله على نطاق واسع في المجتمع كمقياس قياسي للقيمة.

4- تأثير المدارس الاقتصادية على مفهوم القيمة

لقد تشكل الفكر الاقتصادي عبر المدارس المختلفة بالظروف التي نشأت فيها، والتي أثرت بدورها على نهجها في التعامل مع قضايا مختلفة، بما في ذلك نظرية القيمة. وقد تطورت النظريات التي تفسر القيمة على أساس البيئة الاقتصادية لكل مدرسة فكرية، مما جعل نظرية القيمة عنصرا مميزا بينها. ويمكن تجميع هذه النظريات في ثلاث وجهات نظر رئيسية:

- وجهة نظر تكلفة الإنتاج في تفسير القيمة.
- وجهة نظر المنفعة في تفسير القيمة.
- وجهة نظر التكلفة والمنفعة مجتمعة في تفسير القيمة.

4-1- وجهة نظر تكلفة الإنتاج:

يفسر أنصار هذا المنظور القيمة من خلال القيمة الموضوعية التي تمثلها تكاليف الإنتاج. ينقسم هذا المنظور إلى نهجين: نهج التكلفة المركبة ونهج التكلفة البسيطة.

4-1-1- نهج التكلفة المركبة (النظرية الكلاسيكية):

يعكس نهج التكلفة المركبة آراء الاقتصاديين الكلاسيكيين بقيادة آدم سميث، اقترح سميث أن القيمة تتحدد بعدد ساعات العمل التي يتم إنفاقها في إنتاج سلعة ما، بالإضافة الى دعم ريكاردو لهذه الفكرة توسيعها من خلال تضمين رأس المال جنبا الى جنب مع العمل كمكون ثابت في تكاليف الإنتاج. وبالتالي ينسب إلى ريكاردو نظرية التكلفة المركبة والتي تشمل كل من العمل ورأس المال، ومع مرور الوقت تم تطوير هذه النظرية لتشمل الربح الطبيعي المتوقع من قبل المنتجين كجزء من تكاليف الإنتاج.

ميزت المدرسة الكلاسيكية بين قيمة الاستخدام وقيمة التبادل، وخاصة في التمييز بين السلع غير القابلة للتكرار، والتي يتم تحديد قيمتها بالندرة والطلب والسلع القابلة للتكرار حيث تم النظر في القيمة الحالية (السوقية) والقيمة الطبيعية (الطبيعية).

4-1-2- النهج البسيط للتكلفة (النظرية الماركسية):

طور كارل ماركس (والد الفكر الاشتراكي) النهج البسيط للتكلفة، بناء على نظرية العمل للقيمة التي طرحها سميث وريكاردو وكان ابتكار ماركس هو تطبيق هذه النظرية على العمل نفسه، مما أدى إلى نظريته في فائض القيمة والتي كانت بمثابة الأساس لنقده للرأسمالية، حيث زعم ماركس أن القيمة تتحدد بكمية العمل المطلوبة لإنتاج سلعة وليس بمنفعتها، بالإضافة الى تأكيده أن العمل هو المقياس الحقيقي للقيمة وأن قيمة السلعة تتحدد بـ "العمل الضروري اجتماعيًا" المطلوب لإنتاجها.

4-2- وجهة نظر المنفعة:

في أواخر القرن الثامن عشر، سعى خبراء اقتصاد فرنسيون مثل جالياني وتيرجو وكوندياك إلى تفسير القيمة على أساس المنفعة، مؤكدين أن السلع لها قيمة لأنها تلبي الاحتياجات الإنسانية. ومع ذلك، تم تحدي أفكارهم من قبل نظرية العمل للقيمة لآدم سميث والتي ظلت مهيمنة، وقد تطورت وجهة نظر المنفعة في وقت لاحق من قبل المدرسة الكلاسيكية الجديدة، بقيادة جيفنز في إنجلترا ومنجر في النمسا، وفالراس في فرنسا. وقد قدمت هذه المدرسة مفهوم المنفعة الحدية الذي ينص على أن القيمة التبادلية لسلعة ما تتحدد من خلال الرضا الإضافي المكتسب من استهلاك وحدة واحدة إضافية منها، وقد تعرض منظور المنفعة لانتقادات بسبب تركيزه فقط على الطلب دون مراعاة العرض.

4-3- وجهة نظر التكلفة والمنفعة:

يمكن العثور على مؤشرات مبكرة لهذا النهج في عمل ساي، الذي زعم أن القيمة تتحدد من خلال كل من تكلفة الإنتاج والمنفعة واقترح أن القيمة هي نتيجة للتقييمات المتضاربة بين أولئك الذين يحتاجون إلى سلعة وأولئك الذين ينتجونها، وفي حين لم يطور ساي نظرية القيمة بشكل كامل، فإن أفكاره أرست الأساس لنظرية مارشال.

- نظرية مارشال:

قدم ألفريد مارشال أول تفسير شامل لكيفية تحديد القيمة من خلال كل من الطلب (على أساس المنفعة) والعرض (على أساس تكاليف الإنتاج)، استخدم مارشال تشبيه المقص لتوضيح كيفية عمل كل من الطلب والعرض معا لتحديد القيمة، وقد اعتمد على المنفعة الهامشية والتكلفة الهامشية لشرح كيفية تفاعل العرض والطلب لتحديد الأسعار.

5- ملخص القيمة في الفكر الاقتصادي

إن القيمة في الفكر الاقتصادي تتحدد بمتغيرين: المنفعة التي يحصل عليها المستهلك من استخدام المنتج (الطلب) والتكلفة التي يتحملها المنتج (العرض)، فالمستهلكون على استعداد لدفع سعر يعكس المنفعة التي يدركونها، في حين لن يقدم المنتجون السلعة إلا إذا كان السعر يغطي تكاليفهم ويتضمن هامش ربح معقول. ويحدد التفاعل بين هذين العاملين السعر النهائي.

ثانيا: القيمة في الفكر المحاسبي والمالي

في الفكر المحاسبي والمالي، لا ترتبط القيمة بالسلع فحسب بل وأيضا بالمؤسسات وعلى النقيض من الفكر الاقتصادي، الذي كان يركز تقليديا على السلعة فقط، فإن الفكر المحاسبي يتناول قيمة كل من السلعة (كما تنعكس في عناصر الميزانية العمومية) والمؤسسة (كمجموعة من الأصول) أما الفكر المالي من ناحية أخرى، فيركز أكثر على قيمة المؤسسات، وخاصة أسهمها. (هواري، 2007-2008، الصفحات 10-18)

1- القيمة في الفكر المالي

في البداية كانت النظرية المالية، التي تستمد جذورها من النظرية الاقتصادية النيوكلاسيكية، تنظر إلى هدف المؤسسات الاقتصادية باعتباره يركز على تعظيم الربح. ومع ذلك، تطورت النظرية المالية مبتعدة عن المفهوم التقليدي للربح أو العائد وتبنت مفهوم تعظيم الثروة لأصحابها، وغالبا ما تنعكس هذه الثروة في قيمة أسهم المؤسسة.

أدرجت النظرية المالية مفهوم القيمة باعتباره محورا لهدف المؤسسة المتمثل في تعظيم ثروة المساهمين من خلال خلق القيمة. ويمكن استكشاف مفهوم القيمة في النظرية المالية من خلال المراحل التالية:

أ. القيمة في النظرية المالية الكلاسيكية

ظهرت المالية كمجال دراسي متميز في أوائل القرن العشرين، وانفصلت تدريجيا عن الاقتصاد وكان تركيزها الأولي وصفيا، وتناولت الأدوات المالية والأسواق والمؤسسات والإجراءات، لمدة 19 عاما تقريبا افتقرت المالية إلى نظرية شاملة، وخلال هذه المرحلة، اقتصر مفهوم القيمة إلى حد كبير على قياس أصول المؤسسة.

ب. النظرية المالية من عام 1920 إلى أوائل عام 1950

جلبت عشرينيات القرن العشرين تطورات جديدة في مجال التمويل بسبب الابتكارات التكنولوجية والصناعات الناشئة، مما زاد من الحاجة إلى رأس المال وقد أكد هذا العصر على تأمين التمويل والحفاظ على السيولة وإدارة مخاطر الإفلاس، بين أربعينيات وأوائل خمسينيات القرن العشرين، ركز النهج المالي التقليدي على تعظيم القيمة السوقية لأسعار الأسهم، مع مراعاة وجهات نظر أصحاب المصلحة الخارجيين

مثل المقرضين والمستثمرين. وقد أدى هذا إلى ظهور النظرية المالية شبه التقليدية، والتي تهدف إلى تعظيم القيمة المؤسسية في سوق الأوراق المالية.

أ. النظرية المالية المعاصرة (1950-1960)

لقد شكلت النظرية المالية المعاصرة تحولا، حيث ركزت على الفصل بين رأس المال الاقتصادي والمالي وقد أكدت أوائل الخمسينيات على أساليب اختبار الاستثمار ونماذج التقييم وتحليل الأوراق المالية. وقد حدث تقدم كبير في عام 1958 مع عمل موديقلياني وميلر، والذي ركز على عنصرين رئيسيين:

- تطوير نظرية حول كيفية تأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة في ظل ظروف غير مؤكدة.
- معالجة مشكلة تكلفة رأس المال مع تطوير نظرية الاستثمار في ظل ظروف غير مؤكدة.

بحلول ستينيات القرن العشرين، تكثف البحث في القيمة المؤسسة. في عام 1965 طور شارب ولشر نموذجا لتقييم الأصول المالية اعتبر المؤسسة بمثابة محفظة من الأصول وأكد على أن تقييمات عائد الاستثمار يجب أن تستند إلى معايير السوق المالية.

د. التطورات في النظرية المالية (سبعينيات وثمانينيات القرن العشرين)

في سبعينيات القرن العشرين، أحدث بلاك وسكولز ثورة في الاستراتيجية المالية من خلال تقديم نموذج لتقييم خيارات الأسهم. لقد أثبتوا أن الأسهم مثل الأوراق المالية الأخرى، تمثل خيارات لشراء أصول المؤسسة. أرست هذه الفكرة الأساس لمزيد من الدراسات وخاصة فيما يتعلق بتأثير السياسات المالية وتوزيع الأرباح على الصراعات بين المساهمين والمديرين.

وشهد منتصف سبعينيات القرن العشرين ظهور نظرية الوكالة، التي قدمها جينسن وميكلينج في عام 1976. وقد نظرت هذه النظرية إلى المؤسسة باعتبارها شبكة من العقود بين الأفراد ذوي الأهداف المختلفة، الذين يعملون في بيئة من عدم التماثل في المعلومات. وافترضت النظرية أن المديرين، الذين يتصرفون بانتهازية، قد يعطون الأولوية للفوائد غير المالية على حساب المساهمين، وبالتالي التأثير على قيمة المؤسسة.

وبحلول ثمانينيات القرن العشرين، تطور البحث في القيمة بشكل أكبر. فقد أظهر مايرز وماجلوف، في مقال نُشر عام 1984 أنه على الرغم من عدم التماثل في المعلومات بين المديرين ومقدمي رأس المال والمستثمرين، فإن عوامل مثل الهيكل المالي وتوزيع الأرباح تظل عوامل رئيسية تحدد قيمة المؤسسة، وتعمل هذه العناصر كإشارات تساعد في اتخاذ القرارات عبر مختلف مستويات المنظمة. **(مواعي و براينيس، 2016، الصفحات 92-94)**

2- القيمة في الفكر المحاسبي

لقد ساهمت المدارس الاقتصادية المختلفة بشكل كبير في تشكيل مفاهيم موحدة للقيمة، حيث وفرت للمحاسبين قاعدة بيانات أساسية كانت بمثابة نقطة انطلاق لاستكشاف القيمة والتقييم المحاسبي. ومع ذلك، لم يطور الفكر المحاسبي نظرية مستقلة للقيمة. وبدلا من ذلك، لعب دورا رائدا في مجال القياس المحاسبي، مع التركيز على نهجين رئيسيين: نهج التكلفة ونهج القيمة.

2-1- نهج التكلفة:

2-1-1- طريقة التكلفة التاريخية:

التكلفة التاريخية هي نموذج المحاسبة التقليدي، الذي يعتمد على تسجيل الأصول والخصوم بسعرها النقدي الفعلي في تاريخ الاستحواذ أو عند تكبد الالتزام، وتفترض هذه الطريقة استقرار الوحدة النقدية (أي القوة الشرائية المستقرة) وتتجاهل تغيرات الأسعار والتضخم.

2-1-2- طريقة التكلفة التاريخية المعدلة:

يعدل هذا النهج التكلفة التاريخية لبنود البيانات المالية لتعكس تقلبات الأسعار في وقت التقييم، مما يوفر تمثيلا أكثر دقة للقيمة الحقيقية للأصل من خلال تصحيح التغييرات الناجمة عن تبني التكلفة التاريخية.

2-1-3- طريقة تكلفة الاستبدال:

تشير تكلفة الاستبدال إلى النفقات التي قد تتكبدها الشركة لاستبدال أحد الأصول بأصل آخر ذي قدرة إنتاجية مماثلة، وإن لم يكن بالضرورة مطابقا في المواصفات الفنية.

2-1-4- طريقة تكلفة الاستبدال المعدلة:

تجمع هذه الطريقة بين تأثيرات التغيرات في مستوى الأسعار العام وأسعار الأصول خلال الفترة، وتدمج عناصر كل من طريقة التكلفة التاريخية المعدلة وطريقة تكلفة الاستبدال.

2-2- نهج القيمة:

ردا على الانتقادات الموجهة إلى نهج التكلفة في القياس المحاسبي، ظهر نهج القيمة والذي يقدم العديد من المفاهيم المتعلقة بالقيمة، بما في ذلك:

2-2-1- القيمة الجارية:

تشير القيمة الجارية إلى سعر سلعة أو خدمة محددة في وقت معين في سوق محددة، مع مراعاة شروط الدفع والتسليم. تعكس البيانات المالية المعدة بموجب هذا النهج قيمة الأصل في لحظة معينة وفي موقف محدد.

2-2-2- القيمة الحالية:

تمثل القيمة الحالية قيمة التدفقات النقدية المستقبلية في الوقت الحالي، والتي يتم حسابها عن طريق خصم تلك التدفقات باستخدام معدل خصم مناسب يأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للمال.

2-2-3- القيمة العادلة:

القيمة العادلة لها تعريفات مختلفة، بما في ذلك التعريف المنصوص عليه في معايير المحاسبة الدولية، والتي تصفها بأنها السعر الذي يمكن به تبادل أحد الأصول بين مشترى وبائع مطلعين وراغبين في إتمام المعاملة. (رابحي، 2022، الصفحات 160-162)

المطلب الثاني: مفاهيم حول القيمة

أولا: تعريف قيمة المؤسسة

سنقوم بداية بتقديم الجدول (1-2) الذي يعرض فيه الباحث آراء مجموعة من الباحثين حول مفهوم قيمة المؤسسة

الجدول رقم (1-2) تعريفات حول قيمة المؤسسة

الباحث	المفهوم
(قريني و بورديمة، 2022، صفحة 1022)	تشير القيمة لدى المؤسسة إلى القيمة النقدية المخصصة لأصل معين أو الحق في الأرباح المستقبلية المستمدة من استخدام هذا الأصل. يتم تحديد قيمة الشركة عادةً من خلال تقييم أصولها المالية (الأسهم والسندات)، وخاصة عندما يتم تداول هذه الأصول في البورصة. إذا لم يتم تداول الأصول علنا فغالبا ما يتم تقييم الشركة ككيان واحد. يعد هذا التقييم أمرا بالغ الأهمية لأغراض استراتيجية وتشغيلية مختلفة ذلك (التخطيط للأعمال، اعداد التقارير المالية، الاندماجات، الاستحواذات والنزاعات القانونية) أصبح مفهوم قيمة المساهمين نموذجًا بارزًا لتقييم الأداء المالي للشركة. يتم تعريف قيمة المساهمين على أنها العائد الزائد الناتج عن أنشطة الشركة بعد تغطية جميع التكاليف المرتبطة بمصادر تمويلها. يتم قياس هذا العائد عادةً من خلال متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC). وبصورة أكثر وضوحًا، تمثل قيمة المساهمين العائدات الإجمالية التي يتلقاها المساهمون، والتي يمكن رؤيتها في شكل توزيعات الأرباح وارتفاع أسعار الأسهم.

(لعقون و يوسفي، 2021، صفحة 238)	يمكن فهم القيمة باعتبارها الثروة الحقيقية التي تولدها المؤسسة، والتي تمثل قدرتها على خلق منفعة اقتصادية من خلال الاستخدام الفعّال للموارد بحيث تعكس مدى نجاح المؤسسة في الجمع بين عناصر الإنتاج المختلفة لتوليد الناتج. وعندما تكون القيمة المضافة من قبل المؤسسة كبيرة، فهذا يعني أن المؤسسة حققت قيمة إنتاجية عالية مع استخدام مدخلات وسيطة محدودة. وهذا قد يعني أن الشركة إما قامت بتعظيم ناتجها من موارد ضئيلة أو قللت من الموارد اللازمة لتحقيق مستوى معين من الناتج. يوضح كلا السيناريوهين كفاءة المؤسسة وقدرتها على تحسين استخدام عناصر الإنتاج والجودة الشاملة لأدائها التشغيلي.

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على المصادر الواردة في الجدول

ثانيا: أنواع القيمة

القيمة الاستثمارية: تشير إلى القيمة الحالية التدفقات النقدية والتي من المتوقع أن يولدها أحد الأصول بمرور الوقت، غالبا ما يستخدم المستثمرون قيمة الاستثمار لتحديد ما إذا كان أحد الأصول سيوفر عائدا يلبي أهدافهم المالية.

القيمة الدفترية: القيمة الدفترية للأصل هي تكلفته التاريخية مطروحا منها الاستهلاك المتراكم، غالبا ما يستخدم هذا ليعكس القيمة الاقتصادية المتبقية للأصل في الميزانية وعند تطبيقها على مؤسسة بأكملها، يتم حساب القيمة الدفترية كمجموع القيم الدفترية لجميع الأصول الفردية مطروحا منها القيمة الدفترية لالتزاماتها

قيمة الشهرة: تمثل الشهرة نوعا فريدا من الأصول غير الملموسة، وتشمل الصفات أو السمعة التي تجعل العملاء يستمرون في تفضيل عمل تجاري معين على عمل اخر، وتعكس قيمة الشهرة التوقعات بأن العملاء سيظلون مخلصين بسبب عوامل مثل سمعة العلامة التجارية أو خدمة العملاء أو جودة المنتج.

قيمة التصفية: تشير قيمة التصفية إلى النقد الصافي الذي يمكن الحصول عليه من بيع جميع الأصول وتسوية الالتزامات في سيناريو حيث تضطر الشركة إلى تصفية العمليات.

قيمة الاستبدال: هي تكلفة استبدال أحد الأصول بأصل جديد له نفس الوظيفة والفائدة، بحيث يأخذ تقدير قيمة الاستبدال في الاعتبار التقدم التكنولوجي وتحسن مواد التصنيع، مما يعني أن الأصل البديل قد يقدم أداءً أو كفاءة أفضل.

القيمة المتبقية: القيمة المتبقية هي المبلغ المقدر الذي يمكن تحقيقه من بيع أو التخلص من أحد الأصول بمجرد وصوله إلى نهاية عمره الإنتاجي، وغالبا ما يتم أخذ هذه القيمة في الاعتبار لمساعدة

المالكين على فهم مقدار القيمة التي يمكنهم استردادها من أحد الأصول التي لم تعد منتجة في دورها الحالي.

من الضروري أيضًا التمييز بين القيمة والسعر حيث يشير السعر إلى قيمة الصرف الذي يتم به تداول شيء مقابل شيء آخر، وفي المقابل فإن القيمة هي المحدد الأساسي الذي يبرر السعر.

القيمة السوقية العادلة: تعرف القيمة السوقية العادلة بأنها المبلغ المعبر عنه نقدا أو ما يعادله نقدا، والذي يمكن أن يجلبه أحد الأصول في سوق مفتوحة وتنافسية، بحيث يفترض هذا التقييم أن كل من المشتري والبائع على دراية بالأصل وأنهما يتصرفان طواعية دون ضغوط أو إكراه غير مبرر. (رابحي و بومزايد، 2018، الصفحات 370-371)

المطلب الثالث: مراحل تقييم المؤسسة

أولا: مرحلة تحديد المهمة (الهدف):

إن نجاح أي عملية يرتبط ارتباطا وثيقا بتحديد واضح ودقيق لرسالتها والغرض من ورائها، مما يساعد على توفير الوقت والجهد وفي نهاية المطاف التكلفة، وهذا يجعل هذه المرحلة هي المرحلة الأولى والأكثر أهمية في عملية التقييم. إن التقييم في حد ذاته ليس الهدف، بل هو أداة تستخدم لتحديد "قيمة المؤسسة" على أساس الغرض المحدد الذي تخدمه، وعادة ما يتم إجراء التقييمات في مواقف مثل: خصخصة المؤسسات، والتحولات المؤسسية، وفتح رأس مال الشركة للاكتتاب في البورصة، والبيع الكامل أو الجزئي للمؤسسة أو الاستحواذ عليها، وشراء وبيع الأوراق المالية ضمن إدارة المحافظ المالية، وزيادة رأس المال أو خفضه، وعمليات الدمج والاستحواذ، وإعادة تقييم الميزانية، وتوزيع الميراث، والتصفية.

بالإضافة إلى ذلك، يعمل التقييم كأداة إدارية لقادة المؤسسات، حيث يقوم المديرون في كثير من الأحيان بإجراء تقييمات ذاتية لتوجيه عملية اتخاذ القرارات الاستراتيجية الخاصة بهم، ونظرا للسيناريوهات المختلفة التي تتطلب إجراء التقييمات فإن تحديد المهمة بدقة في البداية أمر بالغ الأهمية لتحقيق النجاح. ويحدد نطاق الدراسة ويسهل التخطيط الفعال للعملية.

ثانيا: مرحلة جمع المعلومات الخاصة بعملية التقييم:

قبل إجراء التقييم، من الضروري جمع مجموعة واسعة من الوثائق والبيانات التي من شأنها أن تساعد في نجاح العملية وتساهم فيها، ويتبع ذلك فهم عام للمؤسسة بما في ذلك أدائها التاريخي وإمكاناتها المستقبلية. وهذا الأخير ذو أهمية خاصة للمديرين والمساهمين والمستثمرين المحتملين المهتمين بشراء حصة في الشركة. ومع ذلك، فإن ماضي المؤسسة مهم بنفس القدر لأنه يمكن خبير التقييم من جمع المعلومات الواسعة اللازمة لإجراء تحليل شامل ومفصل لحالتها الحالية.

تتضمن الوثائق والمعلومات الأساسية الحاسمة لخبير التقييم الميزانية العمومية وبيان الدخل والملاحق والعديد من الوثائق الأخرى مثل أحدث محاضر الجمعية العامة وتقارير المدققين وخطط الأراضي والمباني وعقود الملكية المقابلة لها بالإضافة إلى مراجعة هذه الوثائق، فإن الزيارة الميدانية لمقر المؤسسة ضرورية. قد لا توفر المعلومات التي تم جمعها من الوثائق وحدها للخبير صورة كاملة للمؤسسة وأصولها. لذلك، فإن زيارة الموقع ضرورية للتحقق من دقة الوثائق والحصول على رؤى إضافية قد لا تنعكس في المستندات، مما يؤدي إلى تقييم أكثر تفصيلا ودقة لحالة المؤسسة.

ثالثا: مرحلة التشخيص:

مرحلة التشخيص هي المرحلة الثالثة من عملية التقييم وتلعب دورا حاسما في اتخاذ القرارات المالية، فهي تزود صناع القرار على كافة المستويات بالمعلومات الأساسية التي تساعد في اتخاذ القرارات المالية السليمة، مع الكشف عن الحقائق الأساسية. وتتضمن هذه المرحلة تفسير البيانات المالية، وتسليط الضوء على نقاط القوة والضعف لدى المؤسسة، وتقييم وضعها في السوق. بالإضافة إلى ذلك، فهي تحدد سبل تعزيز مكانة المؤسسة في المستقبل، وهو عامل أساسي في عملية التقييم.

إن جودة وموثوقية التشخيص تتأثر بشكل كبير بدقة المعلومات المستخدمة. فكلما كانت البيانات أكثر دقة، كلما كانت نتائج التشخيص أكثر صدقا، مما يساهم بشكل مباشر في نجاح عملية التقييم بشكل عام.

رابعا: طرق التقييم:

يمكن تصنيف أساليب التقييم إلى ثلاثة مناهج رئيسية: تلك التي تعتمد على الأصول المالية، والتي تعتمد على التدفقات النقدية، والأساليب التي تجمع بين الطريقتين.

1- طرق التقييم المرتكزة على منظور الذمة المالية:

تتضمن هذه الطريقة أساليب تركز على البيانات المالية التاريخية للمؤسسة، وتستمد في المقام الأول من الأصول المعروضة في ميزانيتها العمومية وهي طريقة ثابتة، على النقيض من الأساليب التقديرية التي تعتمد على توقع الأرباح المستقبلية أو الأرباح الموزعة أو التدفقات النقدية، والهدف من التقييم القائم على الذمة المالية هو تقديم تقدير مستقل وموضوعي خال من التوقعات المضاربة.

1-1- طرق الأصل الصافي المحاسبي المصحح:

تقوم هذه الطريقة بتقييم أصول المؤسسة والتزاماتها بشكل منفصل قبل تجميعها لتحديد القيمة الإجمالية للمؤسسة. يتم استخلاص قيمة الأصول المالية من الوضع المحاسبي الصافي للمؤسسة.

1-2- طريقة القيمة الجوهرية:

تسعى هذه الطريقة إلى تقييم قيمة المؤسسة على أساس قدرتها الفعلية على توليد الأرباح، بغض النظر عن هيكلها المالي (سواء كان لديها فائض في الخزانة أو مستويات ديون عالية) وتعمل هذه الطريقة على افتراض استمرار نشاط المؤسسة، مع التركيز على الأموال اللازمة لإعادة بناء أصولها للعمليات الجارية في ظل الظروف العادية، وعلى عكس طريقة الأصول الصافية المصححة، لا تتأثر القيمة الجوهرية بأساليب تمويل المؤسسة أو وضعها القانوني بل تنظر إلى المؤسسة كأداة للإنتاج تتكيف مع الاحتياجات التشغيلية. ويختلف حساب القيمة الجوهرية بناء على وجهة نظر المحلل (سواء تم أخذ الديون في الاعتبار أم لا).

1-3- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال:

ظهرت هذه الطريقة كبديل لمعالجة انتقادات نهج القيمة الجوهرية، وخاصة فيما يتعلق بتمويل الأصول التشغيلية، وهي تأخذ في الاعتبار جميع الأموال الطويلة الأجل اللازمة لعمليات المؤسسة وتغطي احتياجاتها من الاستثمار ورأس المال العامل. تحدد هذه الطريقة حجم الموارد طويلة الأجل المطلوبة لعمليات المؤسسة العادية، بما في ذلك تمويل الاستثمارات واحتياجات رأس المال العامل.

2- طرق التقييم المرتكزة على مقاربة التدفقات:

إن نهج التقييم القائم على التدفق، والذي يعتبر أكثر ديناميكية من أساليب التقييم القائمة على الأصول، يحدد قيمة المؤسسة على أساس أرباحها المعروفة بالعوائد، والتي تهم المستثمرين بشكل خاص وتستمد هذه القيمة من التدفقات التي تولدها عمليات المؤسسة على مدى فترة ماضية أو مستقبلية، والمبدأ الأساسي لهذا النهج هو النظر إلى الأصول كمجموعة من الخدمات التي من المتوقع أن تولد عائدات مستقبلية. وبما أن من المتوقع أن توفر هذه الأصول فوائد مستقبلية، فإن قيمتها الحالية يتم تحديدها في وقت التقييم.

ونظرا لأن هذا النهج يعتمد بشكل كبير على نتائج المحاسبة للمؤسسة، فيجب على المقيم تطبيق بعض التعديلات. وهذا ضروري لأن النتيجة المحاسبية الصافية غالبا ما تنحرف عن الربح الحقيقي بسبب الإجراءات المحاسبية والضريبية، ومن خلال إجراء هذه التعديلات، تتحول النتيجة المحاسبية إلى نتيجة اقتصادية تعكس بشكل أكثر دقة الأداء الفعلي للمؤسسة في دورتها التشغيلية، فيما يلي بعض الطرق الرئيسية في إطار نهج التدفق:

أ. **الطرق القائمة على الربح:**

في إطار هذا النهج، يمكننا تحديد العديد من مقاييس التقييم بما في ذلك قيمة العائد، وقيمة التدفق الخزينة، ونسبة السعر إلى الأرباح (P/E).

- **قيمة المردودية:** تقيس هذه الطريقة الكفاءة النقدية للموارد البشرية والمالية المستخدمة في إجراء الأنشطة الاقتصادية وهي تسمح بمقارنة النتائج بالوسائل المستخدمة. يتم حساب قيمة العائد من خلال رسملة متوسط الربح المتوقع بمعدل معين، مما يجعلها واحدة من أكثر الطرق استخدامًا من قبل خبراء التقييم.

ب. **التقييم حسب التدفقات النقدية:**

تحدد هذه الطريقة قيمة المؤسسة بناءً على القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المتوقعة.

ب. **طريقة نسبة السعر إلى الأرباح (P/E):**

يشار إليها عادةً بمصطلحها الأنجلوساكسوني، تلعب هذه النسبة دورا مهما في تقييم المؤسسات، بحيث تشير إلى عدد المرات التي يغطي فيها سعر السهم ربحيتها، مما يوفر نظرة ثاقبة للعلاقة بين أرباح الشركة وسعر سهمها.

2-2- الأساليب القائمة على مقاربة التدفق النقدي:

يقوم نهج التدفق النقدي، الذي يستمد جذوره من الممارسات الأنجلوساكسونية، بحساب الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة على مدى فترة محددة. وعلى النقيض من ذلك، يشير المصطلح الفرنسي "القدرة على التمويل الذاتي" إلى إجمالي الموارد التي تولدها أنشطة المؤسسة، والتي تستخدم لدعم احتياجاتها المالية. وتشمل هذه الموارد عادة صافي الربح، والاستهلاك، والمخصصات (بعد خصم المبالغ المستردة). يقيم نهج التدفق النقدي المؤسسة بناء على تدفقاتها النقدية المستقبلية من الاستثمارات، والتي تعكس إمكاناتها لتوليد الأرباح المستقبلية وتدفقات الخزانة وهي بيانات رئيسية للمستثمرين.

أ. **التقييم بناء على القدرة على التمويل الذاتي:**

تقيم هذه الطريقة قيمة المؤسسة من منظور المردودية باستخدام مفهوم القدرة على التمويل الذاتي بدلاً من صافي الربح المعدل.

ب. **التقييم بناء على التدفق النقدي المتاح:**

تقيم هذه الطريقة المؤسسة بناء على قدرتها على توليد التدفقات النقدية المتاحة، والتي يتم خصمها بعد ذلك بمعدل معين، ويتم توقع التدفقات النقدية المستقبلية على مدى فترة زمنية متوقعة، عادة ما تكون بين 5 و10 سنوات مع حساب القيمة النهائية (القيمة النهائية) في نهاية هذه الفترة.

3- الطرق المركبة:

ردا على الانتقادات الموجهة إلى كل من نهجي الذمة المالية والتدفقات النقدية، تم تطوير نهج ثالث يقوم على الجمع بين الأساليب المشتركة، ويتمثل الانتقاد الأساسي لنهج الذمة المالية في إهماله للربحية المستقبلية للمؤسسة والقيم غير الملموسة، في حين يتم انتقاد نهج التدفقات النقدية لتجاهله تكوين أصول المؤسسة (ماضيها). تهدف الأساليب المشتركة إلى معالجة هذه العيوب من خلال دمج عناصر كليهما يمكن تقسيمها إلى فئتين رئيسيتين: الأساليب القائمة على المتوسط المرجح وتلك القائمة على مفهوم القيمة الفائضة.

3-1- الأساليب القائمة على المتوسط المرجح:

تحسب هذه الأساليب قيمة المؤسسة من خلال تطبيق متوسط مرجح بين قيمة الذمة المالية والربحية، تشمل الأمثلة طريقة الممارسين وطريقة المعاملات المرجحة.

3-2- الأساليب القائمة على مفهوم فائض القيمة:

إن تقييم المؤسسة من خلال بياناتها المالية أو التدفقات النقدية المستقبلية فقط لا يوفر صورة كاملة، حيث تتجاهل هذه الأساليب العوامل غير الملموسة والخصائص الاستراتيجية للمؤسسة. ولسد هذه الفجوة، تم تطوير نهج فائض القيمة، بحيث تأخذ هذه الطريقة في الاعتبار الفوائد غير الملموسة مثل سمعة المؤسسة وكفاءة الموظفين والأرباح المتوقعة وتساعد هذه العوامل في تفسير سبب قدرة المؤسسة على توليد عوائد أعلى مما هو متوقع بناءً على الأصول الصافية المصححة فقط، تقوم القيمة الفائضة كأداة تصحيحية لتعزيز قيمة البيانات المالية لتعكس هذه المزايا الإضافية.

خامسا: مرحلة إيجاد قيمة المؤسسة:

إن مراجعة أساليب التقييم المختلفة من المرحلة السابقة لا تعني أن جميعها مناسبة لكل تقييم فبعض المقيمين يختارون تطبيق أساليب متعددة من وجهات نظر مختلفة ثم حساب المتوسط إلا أن هذا النهج مكلف في كثير من الأحيان وقد لا يعكس بدقة القيمة الحقيقية للمؤسسة لذا فإن اختيار أسلوب معين ينبغي أن يعتمد في المقام الأول على العوامل التالية:

- تحديد واضح للغرض من التقييم (مثل الخصخصة، الاندماج، دخول سوق الأوراق المالية، إدارة المحافظ المالية)؛
- توافر المعلومات اللازمة لعملية التقييم؛
- طبيعة ونشاط المؤسسة (مثل النمو الدوري، الاستقرار، توقف النشاط، استمرار النشاط، مواجهة صعوبات تشغيلية)؛

- البيئة التي تعمل فيها المؤسسة (مثل وجود أو عدم وجود سوق للأوراق المالية، حالة الاقتصاد الوطني أثناء عملية التقييم).(بكاري و سويسي، 2006)

المبحث الثالث: القيمة السوقية

القيمة السوقية من المفاهيم الأساسية في عالم المال والاستثمار، حيث تعكس القيمة التي يحددها السوق للأصول المالية مثل الأسهم والسندات. وترتبط هذه القيمة ارتباطا وثيقا بأسواق رأس المال، التي تلعب دورا رئيسيا في تمويل الشركات وتوفير بيئة للاستثمار والتداول، مما يسهم في تحديد الأسعار العادلة للأوراق المالية.

المطلب الأول: أسواق رأس المال

تمثل أسواق رأس المال أحد المكونات الأساسية للنظام المالي، حيث تتيح للمؤسسات والحكومات إمكانية جمع التمويل اللازم من خلال إصدار الأسهم والسندات. وتعتمد كفاءة هذه الأسواق على مدى شفافيتها والسيولة المتاحة فيها، مما يؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية للأصول المالية. وفي هذا الإطار، من الضروري فهم مفهوم أسواق رأس المال وأهميتها في الاقتصاد.

1- مفهوم أسواق رأس المال

يهدف هذا القسم إلى استعراض الأسس النظرية المختلفة لتعريف الأسهم، وذلك من خلال تقديم الباحث للجدول (1-3) الذي يستعرض فيه آراء مجموعة من الباحثين حول مفهوم الأسهم.

الجدول رقم (1-3): مفاهيم حول أسواق رأس المال

	المفهوم
(يوسف كافي، 2009، صفحة 16)	**البورصة كسوق للتداول:** بهذا المعنى، تشير البورصة إلى اجتماع دوري يعقد في مكان محدد حيث يجتمع وسطاء السوق مثل السماسرة، لتنفيذ الأوامر نيابة عن عملائهم بحيث يتم استلام هذه الأوامر قبل وأثناء جلسة التداول وتعمل البورصة كسوق منظمة حيث يلتقي فيه العرض والطلب على الأوراق المالية، مما يضمن إجراء المعاملات على أساس القواعد واللوائح المعمول بها. تم تصميم هذه اللوائح للحفاظ على سلامة التداول وتوفير بيئة آمنة للمشترين والبائعين للمشاركة في المعاملات المالية. **البورصة من منظور مادي:** يمكن اعتبار البورصة الموقع الفعلي حيث يجتمع السماسرة والوسطاء لتسهيل أنشطة التداول والتي تنطوي على سلع أو أدوات مالية،

	ولكن مع صعود التكنولوجيا الرقمية تطورت هذه التجمعات المادية إلى منصات إلكترونية حيث تتم الصفقات في بيئة افتراضية ومن الناحية القانونية يمكن فهم البورصة باعتبارها نظاما يحكم هذه المعاملات المالية. **البورصة كسوق عامة منظمة:** يمكن تعريف البورصة أيضًا بأنها سوق عامة منظمة حيث يتم شراء وبيع الأوراق المالية بموجب إرشادات قانونية وتنظيمية صارمة تضمن القواعد التي تحكم هذه المعاملات أن جميع المشاركين في السوق (سواء كانوا مستثمرين أفرادا أو مؤسسات صغيرة أو كبيرة) يعملون وفقًا لنفس المعايير.
(رشام، 2017، صفحة 355)	إن مفهوم الأسواق المالية ينبع من فكرة أوسع للأسواق بشكل عام. يتم تعريف السوق على أنها مساحة حيث يلتقي المشترون والبائعون لتبادل السلع أو الخدمات، ومع ذلك فإن مفهوم السوق ليس مرتبطًا بموقع مادي محدد، وخاصة في العصر الحديث. يمكن للسوق ببساطة أن يمثل أي وسيلة يتم من خلالها ربط المشترين والبائعين، سواء كان ذلك وجها لوجه في سوق مادي أو من خلال منصات رقمية حيث المسافة والجغرافيا غير ذات صلة. على الرغم من أن الأسواق المالية جديدة نسبيا مقارنة بالأسواق المادية التقليدية إلا أن مفهومها الأساسي يظل متسقا مع الأسواق الأخرى من حيث البنية والوظيفة. الأسواق المالية هي مساحات أو أنظمة منظمة حيث يتم تداول الأصول المالية (الأسهم والسندات والسلع والعملات) وتوفر هذه الأسواق وظيفة حاسمة في ضمان التخصيص الفعال لموارد المجتمع. وتلعب الأسواق المالية أيضاً دوراً حيوياً في الاقتصاد الكلي من خلال تمكين الأنشطة المختلفة التي تساهم في النمو وهي تعمل كأساس للمؤسسات المالية، التي يمكن تقسيم وظائف الأسواق المالية الأساسية إلى مهمتين رئيسيتين: أولاً، تعمل على حشد المدخرات من الأفراد والشركات والحكومات؛ وثانياً، تعمل على توجيه هذه الموارد إلى استثمارات تدفع النشاط الاقتصادي، مثل تمويل الشركات ومشاريع البنية الأساسية والابتكار التكنولوجي.

(the economic times)	البورصة هي سوق منظمة يتم فيها تداول أسهم الشركات المدرجة علنًا. وهي بمثابة منصة أساسية لتسهيل شراء وبيع الأوراق المالية، وتعمل سوق الأوراق المالية في قطاعين رئيسيين: السوق الأولية والسوق الثانوية. في السوق الأولية، تجمع الشركات رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة للجمهور من خلال الطرح العام الأولي (IPO) وتسمح هذه العملية للشركات بجمع الأموال للتوسع أو البحث أو العمليات التجارية الأخرى عن طريق بيع حصص الملكية (الأسهم) للمستثمرين وبمجرد شراء هذه الأسهم الصادرة حديثًا في السوق الأولية، تصبح متاحة للتداول في السوق الثانوية. على النقيض من ذلك، فإن السوق الثانوية هي المكان الذي يتم فيه شراء وبيع الأوراق المالية القائمة بين المستثمرين، يمكن لمستثمر واحد شراء أسهم من مستثمر آخر بسعر السوق السائد أو السعر المتفق عليه بين المشتري والبائع وتسمح هذه السوق بالسيولة، مما يمكن المستثمرين من شراء أو بيع أوراقهم المالية بسهولة دون انتظار شركة لإصدار أسهم جديدة، تتقلب أسعار هذه الأسهم بناءً على العرض والطلب، فضلاً عن ظروف السوق الأخرى مثل أداء الشركة والمؤشرات الاقتصادية. تراقب السلطات التنظيمية عن كثب وتدير كل من الأسواق الأولية والثانوية لضمان العدالة والشفافية والحماية للمستثمرين، في الهند على سبيل المثال تشرف هيئة الأوراق المالية والبورصة الهندية (SEBI) على عمل أسواق الأوراق المالية وتنظمه لمنع الممارسات غير المشروعة مثل التداول من الداخل ولضمان التزام الشركات بمعايير الإفصاح الصارمة.

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على المصادر الواردة في الجدول

2- أهمية سوق الأوراق المالية:

تلعب سوق الأوراق المالية دوراً حاسماً في عمل الاقتصاد ونموه، حيث تعمل كآلية حيوية لتكوين رأس المال والاستقرار المالي. ويمكن إبراز بعض أهم فوائد سوق الأوراق المالية على النحو التالي:

تراكم المدخرات والاستثمارات: إحدى الوظائف الأساسية لسوق الأوراق المالية هي جمع المدخرات من الأفراد المؤسسات، ثم يتم توجيه هذه المدخرات إلى استثمارات إنتاجية تحفز النشاط الاقتصادي الإجمالي.

السيولة وقابلية التحويل: توفر سوق الأوراق المالية للمستثمرين القدرة على تحويل أوراقهم المالية بسهولة مثل الأسهم والسندات إلى سيولة، وهذه الأخيرة ضرورية للمستثمرين الذين قد يحتاجون إلى الوصول إلى أموالهم في غضون مهلة قصيرة أو الاستفادة من فرص استثمارية أخرى

الوصول إلى رأس المال للتوسع الاقتصادي: من خلال سوق الأوراق المالية، يمكن لأصحاب المشاريع وأصحاب الأعمال جمع رأس المال عن طريق إصدار الأسهم للجمهور ويمكن استخدام رأس المال لتمويل مشاريع جديدة، أو توسيع الأعمال القائمة، أو زيادة القدرة الإنتاجية.

إدارة المخاطر والحماية من تقلبات الأسعار: تسمح سوق الأوراق المالية للمستثمرين بإدارة المخاطر المرتبطة بتقلب أسعار السندات والأسهم ويمكن للمستثمرين بيع أوراقهم المالية عندما يتوقعون انخفاضًا كبيرًا في القيمة، مما يساعدهم على تجنب الخسائر المحتملة.

إنشاء بيئة تداول منظمة: توفر سوق الأوراق المالية منصة منظمة ومنظمة حيث يمكن تداول الأوراق المالية بطريقة شفافة ومنظمة وتوفر هذه البيئة المنظمة أن يكون لدى كل من المشترين والبائعين إمكانية الوصول إلى معلومات دقيقة ويمكنهم المشاركة في معاملات عادلة.

(براق، 1999، صفحة 83)

الوظائف الاقتصادية للأسواق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دوراً محورياً في المشهد الاقتصادي، حيث تعمل كجسر بين أولئك الذين لديهم أموال فائضة وأولئك الذين يحتاجون إلى رأس المال، وبمرور الوقت توسعت وظيفتها إلى ما هو أبعد من مجرد سوق لشراء وبيع الأوراق المالية وفيما يلي بعض الوظائف الأساسية لسوق الأوراق المالية، بعد إعادة صياغتها وتوسيعها:

1- خلق سوق مستمر وحر ومفتوح:

لا تعد سوق الأوراق المالية مجرد مكان دوري أو عرضي للتداول، بل تعمل كسوق مستمرة حيث يتم تداول الأوراق المالية طوال ساعات العمل الرسمية، وتسمح بيئة التداول المتواصلة هذه للمستثمرين بشراء وبيع الأسهم حسب الحاجة سواء لتحقيق الربح أو لتعديل استراتيجياتهم الاستثمارية. يمكن للمستثمرين تصفية أصولهم في أي وقت مما يوفر المرونة والأمان في إدارة محافظهم الاستثمارية، بالإضافة إلى ذلك توفر ساحة تنافسية حيث يتم تحديد الأسعار من خلال قوى العرض والطلب، وتضمن انفتاح سوق الأوراق المالية أن يتمكن أي شخص بغض النظر عن وضعه المالي من المشاركة في هذه البيئة الديناميكية.

2- ضخ رأس المال في الاقتصاد:

تلعب سوق الأوراق المالية دورا أساسيا في توجيه الأموال إلى الاقتصاد مما يجعلها محركا حاسما للتنمية الاقتصادية، ومن خلال السماح للمستثمرين بشراء أسهم في الشركات أو الاستثمار في السندات، بالإضافة إلى مساعد سوق الأوراق المالية في تمويل المشاريع واسعة النطاق التي تغذي النمو الاقتصادي. عندما يشتري المستثمرون الأسهم أو السندات فإنهم يزودون الشركات برأس المال الذي تحتاجه بشدة لتمويل مشاريع جديدة أو توسيع العمليات القائمة، بحيث لا يستطيع المستثمرون سحب أموالهم دون بيع أوراقهم المالية للآخرين. وهذا التدفق الدائم لرأس المال يحفز الاقتصاد ويضمن الاستثمار المستمر في المشاريع الإنتاجية، مما يغذي التنمية الاقتصادية طويلة الأجل.

3- تحويل المدخرات إلى استثمارات إنتاجية

تعمل سوق الأوراق المالية كآلية حاسمة لتحويل المدخرات الفردية إلى استثمارات نشطة تمول المشاريع الخاصة والحكومية، وتساعد هذه العملية في توليد السلع والخدمات التي يحتاجها المجتمع من البنية التحتية إلى المنتجات الاستهلاكية. وعلى وجه الخصوص، تعتمد الحكومات بشكل متزايد على الاقتراض من الجمهور من خلال إصدار الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى توسيع نطاق سوق الأوراق المالية وتستخدم العديد من الاستراتيجيات لتشجيع الادخار نحو الاستثمار المالي، بما في ذلك الاشتراكات في الأسهم على أساس التقسيط، وضمانات الحد الأدنى من العائدات، ورفع مستوى الوعي العام بفرص الاستثمار في الأدوات المالية. كما أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية متاح بسهولة كبيرة، مما يسمح للأفراد باستثمار مبالغ صغيرة أو كبيرة لفترات متفاوتة دون الحاجة إلى معرفة اقتصادية متخصصة. وهذه المرونة، جنبا إلى جنب مع القدرة على التنويع عبر القطاعات مثل الزراعة والصناعة والعقارات والتجارة، تجعل سوق الأوراق المالية وسيلة استثمار جذابة للعديد من الأشخاص.

4- أداة لتقييم أداء الشركات:

يتعين على الشركات المدرجة في البورصة الالتزام باللوائح الصارمة، بما في ذلك الإفصاحات المنتظمة عن بياناتها المالية وأنشطتها التجارية وتمكن هذه الإفصاحات المستثمرين والمحللين من تقييم أداء الشركات والحكم على نجاحها أو فشلها، حيث أن تسجيل انخفاض في سعر سهم الشركة وغالبا ما ينظر إليه على أنه إشارة إلى ضعف الأداء أو عدم الاستقرار المالي. وفي الاستجابة لذلك، قد تعدل الشركات قيادتها أو اتجاهها الاستراتيجي في محاولة لاستعادة ثقة المستثمرين وتحسين مكانتها في السوق. توفر هذه الوظيفة التقييمية لسوق الأوراق المالية مؤشرًا في الوقت الفعلي للصحة المالية للشركة ونجاحها التشغيلي، مما يجعلها أداة قيمة لكل من المستثمرين والإدارة المؤسسية.

5- مؤشر الأحوال الاقتصادية:

يعمل سوق الأوراق المالية كمرآة للاقتصاد الأوسع، ويعكس صحة الصناعات المختلفة والمناخ الاقتصادي العام. يرتبط النشاط والحركة داخل سوق الأوراق المالية بشكل مباشر بأداء الاقتصاد، وعلى سبيل المثال عندما تنخفض أسعار الأسهم على نطاق واسع، فقد يشير ذلك إلى تباطؤ اقتصادي أو ركود وشيك، وهذا يجعل سوق الأوراق المالية أداة قيمة لصناع السياسات الاقتصادية الذين يمكنهم استخدام اتجاهات السوق لإبلاغ قراراتهم، وبمراقبة إشارات السوق يمكن للحكومات والبنوك المركزية تنفيذ تدابير تصحيحية مثل تعديل السياسات النقدية والمالية وذلك بغرض تثبيت استقرار الاقتصاد وتشجيع النمو.

6- التحوط ضد المخاطر:

يوفر سوق الأوراق المالية أيضًا للشركات والمصنعين والمزارعين وسيلة للتحوط ضد المخاطر المحتملة، وذلك من خلال الأدوات المالية المتخصصة والعقود مثل العقود الآجلة والخيارات، يمكن للمشاركين حماية أنفسهم من تقلبات الأسعار في السوق تسمح عملية "التغطية" هذه لأصحاب المصلحة بتثبيت أسعار منتجاتهم أو مدخلاتهم مما يقلل من عدم اليقين ويحمي مراكزهم المالية.

7- أداة لإدارة الديون والمخاطر المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في إدارة الديون العامة والخاصة، مما يساعد الاقتصادات على تجنب مخاطر الاقتراض المفرط، ومن خلال جذب الاستثمار الأجنبي إلى السوق المحلية يمكن لسوق الأوراق المالية أن تساعد في تخفيف المخاطر المرتبطة بالديون الخارجية، ومن الآليات الرئيسية لإدارة الديون تحويل الديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول، حيث يتم تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول وتسمح هذه العملية، المعروفة باسم تحويل الديون إلى أوراق مالية، للبنوك الدائنة بتحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية يمكن بيعها في الأسواق المالية الدولية، وبالتالي توزيع المخاطر وتخفيف عبء سداد الديون.

بالإضافة إلى ذلك تسهل سوق الأوراق المالية بيع الحقوق والأصول دون تعطيل الثروة الأساسية للشركة. على سبيل المثال، يمكن للمستثمرين بيع حصصهم في شركة من خلال سوق الأوراق المالية دون التأثير على الأصول الأساسية للشركة، مثل الأراضي أو المعدات وتضمن هذه السيولة أن تتمكن الشركات من الاستمرار في العمل بكفاءة، مع توفير المرونة للمستثمرين.

8- دعم خطط التنمية الوطنية

غالبا ما تلجأ الحكومات إلى سوق الأوراق المالية كوسيلة لتمويل مشاريع التنمية وإدارة النفقات العامة وبإصدار السندات الحكومية وغيرها من الأوراق المالية، تستطيع الدولة جمع الأموال اللازمة لتمويل مشاريع

البنية الأساسية والبرامج الاجتماعية ومبادرات التنمية الأخرى وهذا يوفر للحكومة أيضاً وسيلة لإدارة المعروض النقدي، مما يساعد على امتصاص السيولة الزائدة في الاقتصاد ومنع الضغوط التضخمية. (عبد الله و عبد الحفيظ، 2016، الصفحات 75-77)

المطلب الثاني: مفاهيم وأنواع الاسهم

أولا: تعريف الأسهم

يهدف هذا القسم إلى استعراض الأسس النظرية المختلفة لتعريف الأسهم، وذلك من خلال تقديم الباحث للجدول (1-4) الذي يستعرض فيه آراء مجموعة من الباحثين حول مفهوم الأسهم

الجدول رقم (1-4): مفاهيم حول الأسهم

الباحث	المفهوم
(سالم صلال، 2017، صفحة 92)	السهم هو حصة الملكية التي يمتلكها المساهم في شركة مساهمة، وهو الأداة القانونية التي تثبت هذا الحق القابل للتداول ويحكمه القانون التجاري. يمنح السهم حامله امتيازات معينة، بما في ذلك الحق في المشاركة في الجمعية العامة للشركة، التصويت على القرارات والمشاركة في انتخاب مجلس الإدارة، كما يمنح المساهم حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند إصدارها، وخاصة في حالة التصفية بعد حل الشركة.
(بهوري، 2019، صفحة 320)	السهم هو وثيقة قانونية تشهد على ملكية حامله لحصة متناسبة في صافي أصول شركة مساهمة أو شركة تضامنية، وهو يضمن للمساهم الحق في الحصول على أرباح متناسبة مع عدد الأسهم التي يمتلكها، ومن المهم أن مسؤولية المساهم تقتصر تمامًا على قيمة الأسهم التي يمتلكها، مما يعني أنه غير مسئول عن أي ديون أو التزامات تتجاوز ذلك.

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على المصادر الواردة في الجدول

يمكن فهم قيمة الأسهم من خلال فهم الأنواع مختلفة لهذا المفهوم. تتضمن هذه القيم القيمة الاسمية وقيمة الإصدار والقيمة السوقية والقيمة الفعلية وقيمة التصفية، ولكل منها دور مميز في تحديد الوضع المالي لأسهم الشركة. فيما يلي شرح موسع لكل من هذه القيم:

أ. القيمة الاسمية:

يتم تحديد القيمة الاسمية للسهم مسبقا في المستندات التأسيسية للشركة، وتستخدم لحساب رأس مال الشركة الإجمالي هذه القيمة ثابتة وملزمة قانونا، مما يعني أن أي تحريف لها قد يؤدي إلى عقوبات جنائية ولا تتقلب القيمة الاسمية مع أداء الشركة في السوق أو ربحيتها.

ب. قيمة الإصدار:

تشير قيمة الإصدار إلى السعر الذي تعرض به الأسهم الجديدة. غالبا ما تتجاوز هذه القيمة القيمة الاسمية، خاصة إذا كانت الشركة لديها احتياطيات متراكمة أو تتمتع بمركز مالي قوي ويعرف الفائض عن القيمة الاسمية باسم "علاوة الإصدار" ويدفع المستثمرون هذه العلاوة عندما يكتتبون في أسهم جديدة أثناء زيادات رأس المال.

ت. القيمة الحقيقية أو الفعلية:

القيمة الحقيقية للسهم هي انعكاس أكثر دقة للوضع المالي الحالي للشركة، حيث تأخذ في الاعتبار صافي الأصول (الأصول مطروحًا منها الالتزامات) للشركة وذلك على عكس القيمة الاسمية تكون القيمة الفعلية ديناميكية وتتقلب بناء على الصحة المالية للشركة وأدائها وربحيتها لا يمكن تحقيق هذه القيمة بالكامل إلا أثناء التصفية أو في ظروف خاصة مثل عمليات الاندماج. أثناء التصفية، يتم سداد جميع الالتزامات، ويتلقى المساهمون جزءا من الأصول المتبقية بناء على القيمة الفعلية لأسهمهم.

ث. قيمة التصفية:

ترتبط قيمة التصفية ارتباطا وثيقا بالقيمة الفعلية، لكنها تشير على وجه التحديد إلى قيمة أصول الشركة بعد سداد جميع الديون والالتزامات أثناء عملية التصفية.

ج. القيمة السوقية (قيمة سوق الأسهم):

القيمة السوقية هي السعر الذي يتم به تداول السهم في البورصة ويتم تحديد هذه القيمة من خلال قوى العرض والطلب والتي تتقلب باستمرار بناء على الأداء المالي للشركة، معنويات المستثمرين، وظروف السوق. القيمة السوقية متقلبة للغاية وتخضع للتغيرات في تقارير أرباح الشركة والظروف الاقتصادية وتوقعات المستثمرين. (الزهراء، 2008، الصفحات 295-296)

ثانيا: أنواع الأسهم

تصنف الأسهم إلى أنواع متعددة بناء على عوامل مختلفة، ومن أهمها طبيعة المساهمة التي قدمها المساهم ويكشف التصنيف القائم على المساهمة عن أربعة أنواع رئيسية من الأسهم، يعكس كل منها طبيعة الاستثمار أو الموارد التي قدمها المساهم. وفيما يلي شرح موسع لهذه الأنواع:

1. أنواع الأسهم بناءً على طبيعة المساهمة:

أ. الأسهم النقدية:

الأسهم النقدية هي تلك التي يكتسبها المساهمون بعد دفع قيمتها بالكامل نقدا. تمثل هذه الأسهم مساهمة نقدية مباشرة في رأس مال الشركة، ويمكن تصنيف الأسهم النقدية على النحو التالي:

- **الأسهم المصدرة:** وهي الأسهم المدفوعة بالكامل، حيث دفع المساهمون بالفعل القيمة الكاملة لهذه الأصول المالية.
- **الأسهم غير المصدرة:** في هذه الحالة يقوم المساهم جزء فقط من قيمة السهم. لا يزال المبلغ غير المدفوع المتبقي مستحقا على المساهم ويجب سداده في تاريخ لاحق وإذا واجهت الشركة التصفية ولديها ديون مستحقة فسيكون المساهمون ملزمين بالوفاء بالتزاماتهم المتبقية، بعض الأنظمة القانونية مثل الموجودة في الجزائر تسمح للمشتركين بدفع 25% فقط من قيمة السهم عند الاكتتاب، ويشترط القانون عادة دفع المبلغ المتبقي خلال فترة محددة لا تتجاوز عادة خمس سنوات من تاريخ تسجيل الشركة.

ب. الأسهم العينية:

يتم إصدار الأسهم العينية للمساهمين الذين يساهمون بأصول غير نقدية مثل العقارات أو الآلات أو الملكية الفكرية أو السلع، وتعمل هذه المساهمات كاستثمار لهم في رأس مال الشركة، ومع ذلك يجب استيفاء شروط معينة لكي تكون الأسهم العينية صالحة:

- يجب على المساهم الوفاء بالتزاماته بالكامل من خلال نقل الملكية الكاملة للأصل إلى الشركة.
- يجب تقييم المساهمة العينية بدقة لتجنب أي تحريف لقيمتها.
- تخضع الأسهم العينية عادة لفترة حظر لمدة عامين لا يمكن خلالها تداولها، مما يضمن حصول الشركة على الوقت الكافي لتقييم قيمة المساهمة وتأثيرها على الأعمال بالكامل.

ت. الأسهم المختلطة:

تمثل الأسهم المختلطة مزيجا من المساهمات النقدية والعينية. يقدم المساهمون الذين يستحوذون على أسهم مختلطة مدفوعات نقدية وأصول مادية أو غير نقدية.

د. الحصص التأسيسية:

حصص التأسيس هي نوع خاص من الحصص الصادرة للأفراد أو الكيانات التي تقدم أصولا أو خدمات غير ملموسة مثل الملكية الفكرية، الخبرة أو براءات الاختراع، والتي تساهم بشكل كبير في إنشاء الشركة أو نجاحها وهذه الأسهم ليست جزءا من رأس مال الشركة، ولا يحق لحامليها إبداء رأي في إدارة الشركة أو عمليات صنع القرار. ومع ذلك، يحق لحاملي الحصص التأسيسية عادةً الحصول على نسبة

مئوية من أرباح الشركة، والتي تكافئهم على مساهمتهم الأولية في نجاح الشركة والحصص التأسيسية قابلة للتداول مما يسمح لحامليها ببيعها في السوق.

2. أنواع الأسهم وفقا لشكلها:

أ. الأسهم الاسمية:

يتم تسجيل الأسهم الاسمية باسم مالكها المحدد، وذلك عندما يشتري شخص أسهما يتم تسجيل اسمه في شهادة الأسهم وفي سجل المساهمين الرسمي للشركة، وهذا يجعل هوية المالك معروفة للشركة ويضمن ارتباط جميع الحقوق المرتبطة بالأسهم (حقوق التصويت وحقوق الأرباح) بوضوح بالمساهم المسمى.

- **نقل الملكية:** يتضمن نقل ملكية الأسهم الاسمية عملية رسمية تقوم فيها الشركة بتحديث سجلاتها لتعكس المالك الجديد، مما يضمن الشفافية والتتبع السليم لتغييرات الملكية.
- **الأمان:** توفر الأسهم الاسمية مزيدا من الأمان للمساهمين لأن الشركة تعرف دائما من هو المالك الشرعي.
- **الحوكمة:** نظرا لأن الشركة لديها سجل واضح لمن يملك كل سهم اسمي، فيمكنها التواصل بسهولة مع المساهمين وإرسال الدعوات إلى الاجتماعات العامة وتتبع حقوق التصويت أثناء الانتخابات أو القرارات المتعلقة بمستقبل الشركة.

ب. الأسهم لحاملها:

تختلف الأسهم لحاملها اختلافا جوهريا عن الأسهم الاسمية في أنها غير مسجلة باسم أي فرد معين. بدلاً من ذلك، تعتبر مملوكة لمن يحمل شهادة الأسهم فعليا أما المساهم مجهول في نظر الشركة ويمكن تغيير ملكية الأسهم بسهولة دون الحاجة إلى تسجيل رسمي أو توثيق.

- **نقل الملكية:** نقل الأسهم لحاملها بسيط ومباشر، حيث يحدث من خلال التبادل المادي لشهادة الأسهم من شخص إلى آخر.
- **عدم الكشف عن الهوية:** إحدى السمات المميزة للأسهم لحاملها هي عدم الكشف عن الهوية التي توفرها. لا تعرف الشركة هوية المساهم، حيث ترتبط الملكية بحيازة الشهادة المادية.
- **القيود القانونية:** في العديد من الدول مثل سوريا والكويت ومصر يُحظر الأسهم لحاملها لضمان قدر أكبر من الشفافية ومنع الجرائم المالية. ومع ذلك، يسمح بها بموجب القانون الجزائري بشرط دفع قيمتها الكاملة عند الإصدار، وهذا يضمن عدم تعرض الشركة لأي خطر من رأس المال غير المدفوع.

ت. الأسهم لأمر:

يتم إصدار هذه الأسهم باسم مساهم معين، على غرار الأسهم الاسمية، لكنها تتضمن شرط التظهير أو الإذن ويسمح هذا الشرط للمالك الحالي بنقل الأسهم إلى طرف آخر من خلال عملية تُعرف بالتظهير.

- **نقل الملكية:** على عكس الأسهم الاسمية، حيث تتطلب عملية النقل التسجيل الرسمي، يتم تداول الأسهم الآجلة بالتظهير.
- **المرونة القانونية:** تجعل مرونة الأسهم النظامية منها خيارا شائعًا للشركات التي تتطلع إلى توفير التوازن بين الشفافية وسهولة النقل. في حين أن الشركة على دراية في البداية بهوية المساهم، يمكن أن تتغير الملكية بسهولة أكبر مقارنة بالأسهم الاسمية.

3. أنواع الأسهم حسب حقوق حامليها:

أ. الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية النوع الأكثر انتشارا وأساسية من ملكية الأسهم في الشركة فهي تمنح المساهمين مجموعة متنوعة من الحقوق التي تعكس حصتهم في الشركة ومشاركتهم في إدارتها ويتمتع حاملو الأسهم العادية عادة بالحقوق الرئيسية التالية:

- **حقوق التصويت:** يحق للمساهمين الذين يحملون أسهما عادية التصويت في الاجتماعات العامة للشركة، بما في ذلك التصويت على القرارات الرئيسية مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة أو الاندماجات أو التغييرات في النظام الأساسي للشركة.
- **تقاسم الأرباح:** يحق للمساهمين العاديين الحصول على حصة من أرباح الشركة، ويتخذ قرار توزيع الأرباح من قبل إدارة الشركة أو مجلس الإدارة.
- **حقوق الأولوية:** يتمتع المساهمون بالأولوية عند إصدار أسهم أو سندات جديدة، مما يعني أن لديهم الحق في شراء أسهم إضافية قبل طرحها للجمهور.
- **الحق في الحصول على المعلومات:** يحق للمساهمين العاديين الاطلاع على سجلات الشركة ومراقبة أصولها لضمان الشفافية والمساءلة في إدارة الشركة.
- **المطالبات المتبقية:** في حالة التصفية، يحق للمساهمين العاديين المطالبة بالأصول المتبقية للشركة بعد تسوية جميع الديون والالتزامات (بما في ذلك حاملي السندات والمساهمين المفضلين).
- **المشاركة في الاجتماعات العامة:** يمكن للمساهمين حضور الاجتماعات العامة والمشاركة فيها لمناقشة أمور الشركة مثل الموافقة على اللوائح الداخلية أو تعديل النظام الأساسي.

- **قابلية النقل:** يمكن بيع الأسهم العادية أو نقلها إلى طرف آخر، مما يسمح للمساهمين بالخروج من استثماراتهم إذا رغبوا في ذلك.

ب. الأسهم المؤجلة:

الأسهم المؤجلة، والتي يشار إليها غالبا بأسهم المؤسسين، تُمنح عادة لمؤسسي الشركة أو أولئك الذين ساعدوا في الترويج للشركة وتأسيسها. تحمل هذه الأسهم شروطا محددة وتتميز بمعاملتها في توزيع الأرباح لا يتلقى حاملو الأسهم المؤجلة سوى جزء من أرباح الشركة بعد دفع نسبة معينة بالفعل لحاملي أنواع أخرى من الأسهم، مثل الأسهم العادية أو المفضلة هذا التأخير في توزيع الأرباح هو سبب تسميتها "مؤجلة".

ث. الأسهم الممتازة:

تقدم الأسهم الممتازة لحامليها مزايا وحقوقا محددة تتجاوز تلك التي تقدمها الأسهم العادية، وغالبا ما تجعل هذه الحقوق الأسهم الممتازة أكثر جاذبية للمستثمرين الذين يبحثون عن دخل يمكن التنبؤ به أو الحماية من مخاطر معينة. وتتضمن بعض المزايا الرئيسية للأسهم الممتازة ما يلي:

- **حقوق توزيع الأرباح الثابتة:** يحق لحاملي الأسهم الممتازة الحصول على توزيع أرباح سنوي ثابت، ويتم دفع هذا التوزيع قبل توزيع أي أرباح على المساهمين العاديين مما يضمن حصول المساهمين المفضلين على حصتهم من الأرباح أولا.
- **الأولوية في التصفية:** في حالة الإفلاس أو التصفية، يتم منح المساهمين المفضلين الأولوية على المساهمين العاديين عندما يتعلق الأمر باسترداد استثماراتهم، وبعد سداد مستحقات حاملي السندات، يتلقى المساهمون المفضلون حصتهم قبل أن يتلقى المساهمون العاديون أي أصول متبقية.
- **حقوق الاسترداد:** في بعض الحالات، قد تتمتع الأسهم الممتازة بميزة الاسترداد مما يسمح للمساهمين ببيع أسهمهم مرة أخرى للشركة بقيمة أعلى من السعر الاسمي وتوفر هذه الميزة أمانا إضافيا لمساهمي الأسهم الممتازة.
- **حقوق التصويت:** غالبا ما تأتي الأسهم المفضلة بحقوق تصويت محدودة أو معدومة، ما لم يتم منحها هذه الحقوق على وجه التحديد.

يمكن تقسيم الأسهم المفضلة إلى عدة أنواع فرعية بناء على المزايا التي تقدمها:

أ- **الأسهم الممتازة التراكمية:** إذا لم توزع الشركة أرباحا في عام معين بسبب عدم كفاية الأرباح، يتم ترحيل الأرباح غير المدفوعة إلى الأمام وتتراكم، ويحق للمساهمين الحصول على جميع الأرباح غير المدفوعة في السنوات اللاحقة قبل توزيع أي أرباح على المساهمين العاديين.

ب- **الأسهم الممتازة للمشاركة في الأرباح:** تمنح هذه الأسهم حامليها أرباحا مضمونة الحد الأدنى والحق في أرباح إضافية إذا تجاوزت هذه الأخيرة حدا معينا، إذا وزعت الشركة أكثر من النسبة المئوية الدنيا المحددة مسبقا لأرباحها، يتلقى المساهمون المفضلون المشاركون حصة من الأرباح الزائدة بالإضافة إلى أرباحهم العادية.

ت- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** توفر هذه الأسهم خيار تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية بمعدل محدد وفي غضون فترة زمنية معينة، تتيح هذه الميزة للمساهمين الاستفادة من الزيادة المحتملة في قيمة الأسهم العادية مع التمتع في البداية بالأمان والدخل الثابت للأسهم الممتازة.

ث- **الأسهم الممتازة ذات حقوق التصويت الموسعة:** تمنح بعض الأسهم الممتازة حامليها حقوق تصويت إضافية، مما يمنحهم المزيد من النفوذ في قرارات الشركة.

4. أنواع الأسهم من حيث استهلاكها:

أ. الأسهم الرأسمالية:

تمثل الأسهم الرأسمالية الشكل الأكثر شيوعا لحقوق الملكية التي يقدمها المساهمون، وتظل جزءا من رأس مال الشركة طيلة وجودها ولا يحق للمساهمين الذين يساهمون برأس مال من خلال هذه الأسهم المطالبة باسترداد استثمارهم أثناء عمليات الشركة، وتلتزم هذه الأسهم بشكل كامل برأس مال الشركة ولا يمكن للمساهم استردادها إلا في بعض الحالات.

ب. أسهم المتعة:

تعتبر أسهم المتعة نوعا فريدا من الأسهم الصادرة للمساهمين الذين استردوا بالفعل القيمة الاسمية لأسهم رأس المال الأصلية الخاصة بهم. يتم إنشاء هذه الأسهم عادة في السيناريوهات التي يتم فيها "استهلاك" قيمة مساهمة أو إعادتها أثناء وجود الشركة، وينشأ مفهوم أسهم المتعة عندما تعيد الشركة مساهمة المساهم في رأس المال مع الاستمرار في العمل. ومع ذلك، لا تعود أسهم المتعة إلى رأس مال الشركة، ويخضع مالكوها لقيود معينة، بما في ذلك:

- **توزيع الأرباح:** يحق لحاملي أسهم المتعة الحصول على حصة من أرباح الشركة، ولكن فقط بعد أن يتلقى المساهمون الأساسيون في رأس المال حصتهم المخصصة من الأرباح.
- **عدم المطالبة عند التصفية:** أحد القيود الرئيسية على أسهم التمتع هو أنها لا تمنح حامليها أي حق في أصول الشركة عند التصفية.

5. أنواع الأسهم حسب حالة المنح:

يمكن تقسيم الأسهم إلى فئتين حسب ما إذا كانت تمنح بحرية أو تتطلب دفعًا:

أ. الأسهم غير المجانية:

هي النوع التقليدي من الأسهم حيث يجب على المساهم أن يدفع قيمة السهم، يعكس استثمار المساهم التزاما برأس مال الشركة وفي المقابل يحصل على حقوق مثل التصويت في الجمعية العامة للشركة، والمشاركة في الأرباح واستلام جزء من أصول الشركة المتبقية في حالة التصفية.

ت.الأسهم المجانية:

الأسهم المجانية هي الأسهم التي توزعها الشركة على مساهميها الحاليين مجانا، وعادة ما يتم منحها عندما تزيد الشركة رأس مالها عن طريق تحويل جزء من أرباحها المحتجزة أو احتياطاتها إلى أسهم، وبدلا من توزيع النقد تصدر الشركة أسهما إضافية بما يتناسب مع الأسهم التي يمتلكونها بالفعل.

6. أنواع الأسهم بناء على الدورات الاقتصادية:

تصنف الأسهم أيضا وفقا لسلوكها استجابة للبيئة الاقتصادية الأوسع.

أ. الأسهم الموسمية:

الأسهم الموسمية هي تلك التي تكون شديدة الحساسية للدورات الاقتصادية. تنتمي هذه الأسهم إلى شركات تنتج سلعا موسمية، مما يعني أن الطلب عليها مرتبط ارتباطا وثيقا بالصحة العامة للاقتصاد، على سبيل المثال غالبا ما تشهد الشركات التي تنتج سلعا فاخرة أو خدمات سياحية أو منتجات زراعية تقلبات كبيرة في قيمة أسهمها بناء على أداء الاقتصاد.

ب. الأسهم الدفاعية:

على النقيض من ذلك، لا تتأثر الأسهم الدفاعية نسبيا بالدورات الاقتصادية وترتبط بشركات تنتج سلعا أو خدمات أساسية، والتي تكون مطلوبة دائمًا بغض النظر عما إذا كان الاقتصاد مزدهرا أو في حالة ركود تشمل الأمثلة الشركات التي تعمل في إنتاج المواد الغذائية الأساسية، والرعاية الصحية، والمرافق مثل المياه والكهرباء، أو السلع الاستهلاكية الأساسية.

7. أنواع الأسهم بناء على حجم وسمعة الشركة المصدرة:

يمكن أيضا تمييز الأسهم من خلال حجم وجودة الشركة التي تصدرها.

أ. الأسهم عالية الجودة:

الأسهم عالية الجودة هي أسهم شركات كبيرة راسخة تتمتع بسمعة طيبة فيما يتعلق بالاستقرار المالي والربحية الثابتة. تميل هذه الشركات إلى دفع أرباح منتظمة للمساهمين، بغض النظر عن المناخ الاقتصادي الأوسع.

ب. أسهم الشركات الصغيرة:

من ناحية أخرى، تمثل أسهم الشركات الصغيرة ملكية في شركات ذات رأس مال أقل وأصول أصغر، تعتبر هذه الشركات أكثر تقلبًا وأقل استقرارًا، مع توزيعات أرباح أقل قابلية للتنبؤ.

8. أنواع الأسهم بناء على توزيع الأرباح:

يمكن أيضا تصنيف الأسهم بناءً على كيفية توزيع الأرباح على المساهمين، يساعد هذا التمييز المستثمرين على اختيار الأسهم التي تتوافق مع أهدافهم المالية، سواء كانوا يسعون إلى دخل ثابت أو نمو طويل الأجل.

أ. أسهم الدخل:

أسهم الدخل هي أسهم في شركات تولد أرباحا ثابتة ومستقرة لمساهميها، غالبا ما تتمتع هذه الشركات بنماذج أعمال آمنة وطويلة الأجل تولد أرباحًا منتظمة، مما يسمح لها بدفع أرباح عامًا بعد عام تشمل أمثلة هذه الشركات تلك الموجودة في الصناعات ذات تدفقات الدخل المتوقعة، مثل المرافق أو الاتصالات أو شركات النفط.

ب. أسهم النمو:

على النقيض من ذلك، تنتمي أسهم النمو إلى الشركات التي تركز على توسيع أعمالها وزيادة قيمتها السوقية بمرور الوقت، وقد تعيد هذه الشركات استثمار أرباحها في البحث والتطوير أو التوسع بدلا من دفع أرباح منتظمة. ونتيجة لذلك، يتوقع المستثمرون في أسهم النمو الاستفادة من زيادة القيمة السوقية للسهم

ث. الأسهم العادية المضمونة:

الأسهم العادية المضمونة هي نوع فريد نسبيا من الأسهم ظهر في الولايات المتحدة عام 1984، توفر هذه الأسهم لحامليها مستوى من الحماية ضد انخفاض القيمة السوقية للسهم بحيث إذا انخفضت القيمة السوقية إلى ما دون عتبة محددة مسبقا خلال فترة محددة بعد إصدار السهم، فقد يطلب من الكيان المصدر تعويض المساهم. (بن ابراهيم و بن ضيف، 2019، الصفحات 152-160)

المطلب الثالث: تسعير الأسهم في البورصة

يعد تسعير الأسهم في البورصة من القضايا الأساسية في الأسواق المالية، حيث يتحدد سعر السهم بناء على تفاعل قوى العرض والطلب، بالإضافة إلى مجموعة من العوامل الاقتصادية والمالية. وتلعب آليات التداول دورا محوريا في تحديد هذه الأسعار، حيث تعتمد على أوامر البيع والشراء التي ينفذها المستثمرون وفقًا لاستراتيجياتهم الاستثمارية.

أولا: تعريف الأوامر

الأمر في سياق البورصة هو تفويض رسمي يقدمه المستثمر إلى الوسيط، مما يخول للوسيط شراء أو بيع الأوراق المالية نيابة عنه. في الأساس، يعمل بمثابة توكيل عام يمكن الوسيط من تنفيذ نوايا المستثمر داخل سوق الأوراق المالية لكي يكون الأمر صالحا وقابلا للتنفيذ، يجب أن يكون مفصلاً بشكل صحيح ويتم توصيله بدقة، لأنه بمثابة التوجيه الرسمي للوسيط للعمل. (بوعلام سمرد، 2021، الصفحات 47-48)

ثانيا: أوامر البورصة

أ. الأمر المحدود (Limit orders)

أمر الحد هو تعليمات يقدمها المستثمر إلى الوسيط لتنفيذ صفقة بسعر محدد أو أفضل ويشار إلى هذا السعر باسم "سعر الحد" لا يمكن للوسيط تنفيذ الأمر إلا إذا كان سعر السوق يطابق أو يتجاوز هذه العتبة المحددة مسبقا. في الأساس، يوفر أمر الحد للمستثمر التحكم في السعر الذي يتم به التداول ولكنه يأتي مع احتمال عدم تنفيذ الأمر إذا لم يتم استيفاء شروط السعر.

- **شروط التنفيذ:**

بالنسبة لأوامر الشراء: يتم التنفيذ فقط إذا كان سعر السوق مساويًا أو أقل من سعر الشراء المحدد.

بالنسبة لأوامر البيع: لن ينفذ الوسيط البيع إلا إذا كان سعر السوق مساويًا أو أعلى من سعر البيع المحدد.

- **المزايا:**

التحكم في الأسعار: يحدد المستثمرون سعرًا أقصى (للشراء) أو أدنى (للبيع)، مما يضمن أن التجارة تتوافق مع أهدافهم المالية.

إدارة المخاطر: تسمح أوامر الحد للمستثمرين بتجنب تغييرات الأسعار غير المواتية، والتي قد تحدث بسبب تقلبات السوق.

ب. أوامر السوق (Market orders)

أوامر السوق هي النوع الأكثر استخداما من الأوامر في تداول الأسهم. عندما يقدم المستثمر أمرا بالسوق، فإنه يأمر الوسيط بشراء أو بيع عدد معين من الأوراق المالية بأفضل سعر متاح في أسرع وقت ممكن وعلى النقيض من أوامر المحدودة، فإن أوامر السوق تعطي الأولوية للسرعة على التحكم في الأسعار، مما يعني أن المستثمر على استعداد لقبول سعر السوق الحالي. نظرا لأن الأمر يتم تنفيذه بسعر السوق الحالي، فهناك خطر ألا يحصل المستثمر على السعر الذي يرغب فيه، وخاصة في سوق متقلبة.

- **شروط التنفيذ:**

أوامر الشراء: سينفذ الوسيط عملية الشراء بأقل سعر متاح.

أوامر البيع: سينفذ الوسيط عملية البيع بأعلى سعر متاح.

ج. أوامر الإيقاف (Stop orders)

أوامر الإيقاف، والتي يشار إليها غالبا بأوامر وقف الخسارة مصممة لتقليل خسائر المستثمر عن طريق بيع الأوراق المالية تلقائيا إذا انخفض سعرها إلى ما دون مستوى معين أو الشراء إذا ارتفع السعر فوق مستوى معين. يتم تنفيذ أمر الإيقاف بمجرد وصول الأوراق المالية إلى سعر الإيقاف المحدد مسبقًا على عكس أوامر الحد، يمكن تنشيط أوامر الإيقاف حتى إذا تحرك السعر إلى ما بعد مستوى الإيقاف، مما يجعلها ضرورية لإدارة المخاطر.

- **أوامر الإيقاف المفتوحة (Stop open order):**

يتم تفعيل أمر التوقف عندما يصل السهم إلى سعر محدد، يعرف بسعر التوقف. بمجرد الوصول إلى هذا السعر أو تجاوزه يتم تنفيذ الأمر حتى إذا تجاوز السعر المستوى المحدد. في هذا السيناريو، يعمل سعر التوقف كمحفز مما يضمن التنفيذ بغض النظر عن التقلبات الإضافية.

- **أوامر حد الوقف (Stop limit order) :**

يتضمن أمر حد التوقف نقطتين سعرين: سعر التوقف وسعر الحد. بمجرد الوصول إلى سعر التوقف يتم تفعيل الأمر، ولكن سيتم تنفيذه فقط بسعر الحد أو أفضل، ويقلل هذا النوع من الأوامر من عدم اليقين بشأن تنفيذ التداول، مما يضمن اكتمال المعاملة بسعر ضمن النطاق المقبول بعد الوصول إلى سعر التوقف. إذا تجاوز السعر سعر الحد، فلن يتم تنفيذ الأمر. (يوسف كافي، 2009، الصفحات 125-128)

ثالثا: تقنيات التسعير في البورصات

تستخدم البورصات المختلفة في جميع أنحاء العالم أساليب مختلفة لتسعير الأوراق المالية، حيث تستخدم بعض البورصات نهجا موحدا واحدا لجميع الأسهم، بينما قد تطبق البورصات الأخرى طرقا متعددة حسب الظروف. فيما يلي بعض التقنيات الأساسية المستخدمة في تسعير الأسهم:

1- التسعير بالمناداة

في الأيام الأولى للبورصات، كان يتم تسعير الشراء من خلال اجتماعات شخصية في قاعة البورصة. أثناء هذه الاجتماعات، كان السماسرة يصرخون بصوت عال بأوامر الشراء والبيع الخاصة بهم، ويحددون اسم ونوع وتفاصيل الأوراق المالية التي يرغبون في تداولها، ونتيجة لهذه البيئة الفوضوية طور السماسرة مجموعة من الإشارات، سواء اللفظية أو غير اللفظية (مثل إيماءات اليد) والتي تم التعرف عليها والاتفاق

عليها عالميا. سهل هذا النظام مطابقة أوامر الشراء والبيع، مما سمح للسماسرة بالعثور على عروض مضادة مقابلة. كانت السمة الرئيسية لهذه الطريقة هي أن جميع السماسرة اجتمعوا في قاعة واحدة.

2- التسعير بالمقابلة

مع تطور البورصات، تحول التسعير بالمقابلة إلى عملية أكثر هيكلة وتلقائية. في النسخة الحديثة من هذا التسعير، يتم تسجيل أوامر الشراء والبيع لأوراق مالية معينة في نظام متخصص، تكشف هذه السجلات عن حجم الأوراق المالية المتاحة للبيع والشراء جنبا إلى جنب مع حدود الأسعار المقترحة من قبل كل طرف.

في الوقت الحالي تقوم منصات التداول الإلكترونية بفرز ومعالجة أوامر الشراء والبيع وفقا لعوامل مثل نوع الطلب وحجمه وسعره، تربط أنظمة التداول الإلكترونية المركزية جميع الوسطاء بشبكة مشتركة حيث يتم عرض العروض والطلبات على شاشات، ويمكن للوسطاء بعد ذلك التدخل وتنفيذ الصفقات من خلال أجهزتهم الطرفية.

3- التسعير بالصندوق

يتم استخدام تسعير بالصندوق عندما يكون هناك حجم كبير من أوامر الشراء والبيع. في هذه الطريقة، يتم وضع الأوامر في "صندوق"، ويقوم الأطراف المسئولين عن البورصة بفرزها بطريقة سرية والهدف هو العثور على سعر يرضي أكبر عدد ممكن من أوامر الشراء والبيع، تتميز هذه الطريقة بسرية وخصوصية التعامل معها. (ريحاني، 2020، الصفحات 359-360)

4- تسعير الدرج

تستخدم هذه الطريقة في حالات استثنائية عندما تغمر البورصة بعروض وطلبات عديدة ومتنوعة. في تسعير السلم، يتم تجميع الأوراق المالية معا، مع تعيين "مستوى" أو فئة خاصة لكل نوع من الأوراق المالية. بمجرد التجميع، تبدأ عملية فرز العروض والطلبات، ويتم تحديد سعر التوازن لكل ورقة مالية بناء على فئتها المحددة، وهذا يسمح بإتباع نهج أكثر تنظيما ومنهجية لإدارة أحجام التداول الكبيرة. (براق، 1999، الصفحات 95-96)

5- تسعير المعارضة

يعد تسعير المعارضة نهجا هجينا يجمع بين عناصر كل من تسعير الصندوق وتسعير المناداة. في هذه الطريقة، يتم تسجيل الطلبات بطريقة مماثلة لتقنية تسعير الصندوق، ولكنها تنشر أيضا كما هو الحال في تسعير المناداة، يسمح هذا للسوق بالاستفادة من شفافية تنفيذ الأوامر العامة مع الحفاظ على تنظيم وكفاءة فرز الأوامر كما هو الحال في تسعير الصناديق. (براق، 1999، الصفحات 95-96)

6- التسعير المستمر

التسعير المستمر هو تقنية مصممة للتنفيذ السريع للأوامر ومراقبة تحركات السوق في الوقت الفعلي، تقلل هذه الطريقة من وقت الانتظار لتسعير الطلبات الجديدة من خلال معالجتها على الفور وذلك من خلال التحديثات والإشعارات المستمرة فإنها تمكن من تنفيذ الحد الأقصى لعدد الصفقات في أي وقت معين. هذه الطريقة مفيدة بشكل خاص في بيئات التداول السريعة، حيث تكون المعلومات في الوقت الفعلي واتخاذ القرارات السريعة أمرا بالغ الأهمية (براق، 1999، الصفحات 95-96).

ويمكن التنبيه إلى أن نظام التسعيرة يمر بمرحلتين أساسيتين هما:

- **مرحلة افتتاح ما قبل الجلسة:**

في هذه المرحلة، يتم تنظيم الطلبات التي تم جمعها قبل فتح السوق، تتضمن هذه عادة أوامر بسعر ثابت تساعد في تحديد سعر الافتتاح و/أو أوامر "السعر الأفضل"، والتي تتأثر بشكل مباشر بأفضل سعر افتتاح نظري.

- **مرحلة ما بعد الافتتاح:**

بعد فتح السوق، يتم تحديد سعر الافتتاح مما يعكس نقطة التوازن حيث يلتقي العرض والطلب. بمجرد تحديد سعر التوازن، يتم تنفيذ الأوامر بناء على هذا السعر، يتم تنفيذ أوامر الشراء بأسعار تساوي أو أعلى من سعر التوازن، بينما يتم أيضا تنفيذ أوامر البيع بسعر يساوي أو أقل من سعر التوازن. (براق، 1999، الصفحات 95-96)

خلاصة الفصل الأول

من خلال ما تم عرضه في هذا الفصل من شرح لأهم المفاهيم النظرية لمتغيرات الدراسة، تم التعرف على مفهوم الهيكل المالي كونه يشمل مزيجا من مصادر التمويل الطويلة والقصيرة الأجل مثل الديون وحقوق الملكية، وكيف يؤثر هذا المزيج على الاستقرار المالي والقدرة على النمو والاستمرارية، كما يعتبر الهيكل المالي مهم في توازن العوائد والتكاليف والمرونة في التكيف مع الظروف الاقتصادية المتغيرة. بالإضافة إلى ذلك، تم استعراض محددات الهيكل المالي مثل هيكل الأصول والمرونة المالية وحجم المؤسسة والمخاطر المالية والسيولة.

أما بالنسبة للقيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، فقد تم تناول مفهوم أسواق رأس المال وأهميتها في دعم الأداء الاقتصادي عبر ربط المدخرات بالاستثمارات الإنتاجية تم توضيح دور أسواق الأوراق المالية كوسيط يساهم في توجيه رأس المال إلى المؤسسات المدرجة في البورصات، ما يسهم في تمويل هذه المؤسسات وتعزيز قيمتها السوقية، كما تمت مناقشة أنواع الأسهم مثل العادية والممتازة، وأثر أوامر البورصة على تحديد أسعار الأسهم، حيث تتفاعل أوامر البيع والشراء من المستثمرين في السوق المالي، هذه الأوامر تسهم في تحديد الأسعار اليومية للأسهم بناءً على حجم وتوقيت هذه العمليات، مما يعكس التغيرات في العرض والطلب والظروف الاقتصادية المحيطة.

وسيتم في الفصل الموالي التطرق إلى الادبيات التطبيقية التي تناولت هذه المتغيرات النظرية التي تناولها في هذا الفصل.

الفصل الثاني: النظريات المفسرة والدراسات السابقة

تمهيد:

يقوم الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية على مجموعة من النظريات والمبادئ التي تفسر علاقته بالقيمة السوقية، حيث يلعب تكوين الهيكل المالي دورا مهم في تحقيق الاستقرار المالي وتعظيم القيمة للمساهمين. ومع تزايد أهمية الأسواق المالية العالمية، أصبحت هذه العلاقة محل اهتمام الباحثين والمستثمرين على حد سواء.

لهذا السبب، ركزت العديد من الدراسات على فهم تأثيرات الهيكل المالي على القيمة السوقية، حيث تناولت النظريات المالية المتعددة مثل نظرية الوكالة أهمية اختيار مزيج مناسب من مصادر التمويل القصيرة والطويلة الأجل، ونظرية الافلاس والتي تركز على كيفية تأثير احتمالات الإفلاس على قرارات الشركات المالية، حيث تشير إلى أن زيادة الديون بشكل غير مدروس قد يؤدي إلى زيادة مخاطر الإفلاس، مما يقلل من القيمة السوقية للشركة. كما أن الدراسات السابقة حاولت الربط بين هذه المتغيرات وتحليل تأثيرها على أداء المؤسسات المالية المدرجة في البورصات

وفي هذا الفصل سيتم تناول النظريات المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية، بالإضافة إلى استعراض أبرز الدراسات السابقة التي عالجت هذه العلاقة، وذلك من أجل بناء فهم أعمق حول تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية.

- المبحث الأول: النظريات المفسرة للهيكل المالي في غياب الضرائب تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس؛
- المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي في وجود الضرائب تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس؛
- المبحث الثالث: الدراسات السابقة؛

يدور الجدل في الإدارة المالية حول كيفية تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للشركة، مع التركيز بشكل خاص على سياسات الاقتراض المنتهجة من قبل المؤسسة وتوزيع الأسهم وسيتناول هذا الفصل فقط آثار الهيكل المالي، وذلك بحكم الهدف الأساسي من الدراسة التطبيقية.

المبحث الأول: النظريات المفسرة للهيكل المالي في غياب الضرائب تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس

يعد الهيكل المالي من المواضيع الجوهرية في الدراسات المالية، حيث تسعى النظريات المختلفة إلى تفسير كيفية تحديد المؤسسات لنسب التمويل بين الديون وحقوق الملكية، خاصة في ظل غياب الضرائب ومن بين العوامل المؤثرة في هذا الاختيار تبرز تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس، التي تؤثر على قرارات التمويل والاستثمار. وفي هذا الإطار، يتم تحليل مدخل صافي الأرباح ومدخل صافي ربح العمليات لفهم كيفية تأثيرهما على الهيكل المالي للمؤسسات.

المطلب الأول: مدخل صافي الأرباح ومدخل صافي ربح العمليات

أولا: مدخل صافي الأرباح

يفترض نهج صافي الربح أن التكاليف المرتبطة بالاقتراض وحقوق الملكية تظل مستقرة بغض النظر عن التغيرات في نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي للمؤسسة وهذا يعني أن التعديلات في معدل الاقتراض لا تؤثر على معدل العائد المطلوب على الاستثمار الذي يطلبه المساهمين، وبشكل أساسي إذا كانت تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، فإن زيادة نسبة الاقتراض تؤدي إلى انخفاض التكلفة الإجمالية للأموال وبالتالي تعزيز قيمة المؤسسة (منير ابراهيم، 1999، الصفحات 635-638).

لتوضيح هذا المفهوم بشكل أكبر، نفكر في سيناريو تحقق فيه المؤسسة ربحًا صافيًا قدره 180000 دينار جزائري في سنة معينة، ولنفترض أن إطارها المالي يتكون من سندات بقيمة اسمية تبلغ 500000 دينار جزائري وبمعدل فائدة قدره 8%، وفي الوقت نفسه يبلغ معدل العائد المطلوب للمساهمين العاديين والذي يمثل تكلفة تمويل الأسهم العادية وبافتراض عدم وجود تكاليف إصدار 12%.

ومع وجود هذه الافتراضات، يمكننا المضي قدمًا في تحديد قيمة المؤسسة على النحو التالي:

الجدول رقم 2-1: القيمة السوقية للأسهم العادية والسندات وقيمة المؤسسة قبل اصدار سندات

البيان	القيم
صافي الربح	180000
فوائد	40000
صافي الربح المتاح للملاك	140000
معدل العائد الذي يطلبه الملاك	%12
القيمة السوقية للأسهم العادية	1166666.67
القيمة السوقية للسندات	500000
قيمة المؤسسة	1666666.67

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (منير ابراهيم، 1999، الصفحات 635-638)

القيمة السوقية للأسهم العادية= قيمة صافي الربح المتاح للملاك / معدل العائد الذي يطلبه الملاك

لنفكر في سيناريو ثاني تقرر فيه المؤسسة مراجعة هيكلها المالي من خلال إصدار سندات جديدة بنفس القيمة الاسمية بإجمالي 200000 دينار جزائري، يتم بعد ذلك استخدام عائدات مبيعات السندات لإعادة شراء جزء من الأسهم العادية التي أصدرتها المؤسسة سابقا، ونتيجة لهذا التعديل ينخفض إجمالي قيمة السندات القديمة إلى 700000 دينار جزائري، إلا أن تكلفة السندات الجديدة ظلت دون تغيير عند 8% ونتيجة هذه التعديلات تؤدي إلى انخفاض التكلفة الإجمالية للأموال وبالتالي تعزيز قيمة المؤسسة على النحو التالي

الجدول رقم 2-2: القيمة السوقية للأسهم العادية والسندات وقيمة المؤسسة بعد اصدار سندات

البيان	القيم
صافي الربح	180000
فوائد	56000
صافي الربح المتاح للملاك	124000
معدل العائد الذي يطلبه الملاك	%12
القيمة السوقية للأسهم العادية	1033333.33
القيمة السوقية للسندات	700000

قيمة المؤسسة	1733333.33

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (منير ابراهيم، 1999، الصفحات 635-638)

ثانيا: مدخل صافي ربح العمليات

يعمل مدخل صافي ربح العمليات على افتراض أن تكلفة القروض تظل ثابتة بغض النظر عن التغيرات في نسبة الاقتراض، في حين أن تكلفة حقوق الملكية والتي يتم تمثيلها بالعائد المتوقع من قبل المالكين، تزداد مع كل ارتفاع في الاقتراض، بالإضافة إلى تأكيد أن أي زيادة في تكلفة الأموال هي نتيجة لارتفاع العائد المتوقع

إلا أن هذه الزيادة في سعر الاقتراض يقابلها انخفاض معادل في هذه التكلفة بسبب زيادة الاعتماد على القروض (السندات)، وهي مصادر تمويل منخفضة التكلفة نسبيا، وبالتالي من المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة بغض النظر عن التقلبات في سعر الاقتراض. (منير ابراهيم، 1999، الصفحات 638-642)

لتوضيح هذا المدخل، سوف نستخدم نفس المثال المقدم في مدخل صافي الأرباح، ويوضح الجدول 00 كيفية التأكد من قيمة المؤسسة والقيمة السوقية لكل من الأسهم والسندات.

الجدول رقم 2-3: القيمة السوقية للأسهم العادية والسندات وقيمة المؤسسة قبل إصدار سندات

البيان	القيم
صافي ربح العمليات	180000
متوسط تكلفة الأموال	%12
القيمة السوقية للأسهم العادية	1500000
القيمة السوقية للسندات	500000
قيمة السوقية للأسهم	1000000

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (منير ابراهيم، 1999، الصفحات 638-642)

وبافتراض أن المؤسسة تصدر سندات جديدة بنفس سعر الفائدة على السندات القائمة بقيمة 200000 دينار جزائري، فإن إجمالي الأموال المقترضة يصل إلى 700000 دينار جزائري، ويتم بعد ذلك استخدام

عائدات بيع السندات الجديدة في إعادة شراء جزء من الأسهم، ويوضح الجدول القيمة السوقية المتوقعة لكل مكون من مكونات المؤسسة في ظل هذا الافتراض.

الجدول رقم 2-4: القيمة السوقية للأسهم العادية والسندات وقيمة المؤسسة بعد اصدار سندات

البيان	القيم
صافي ربح العمليات	180000
متوسط تكلفة الأموال	%12
القيمة السوقية للأسهم العادية	1500000
القيمة السوقية للسندات	700000
قيمة السوقية للأسهم	800000

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (منير ابراهيم، 1999، الصفحات 638-642)

وفي ختام فإن أي زيادة في تكلفة الأموال بسبب ارتفاع تكاليف الأسهم العادية الناتجة عن زيادة نسبة الاقتراض من المتوقع أن يقابلها انخفاض مماثل في هذه التكلفة بسبب زيادة الاعتماد على مصادر تمويل أرخص (الاقتراض) وبالتالي فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة، مما يعني استقرار قيمة المؤسسة بغض النظر عن التقلبات في سعر الاقتراض.

المطلب الثاني: مدخل التقليدي

يعمل النهج التقليدي في ظل افتراض وجود هيكل مالي مثالي، بحيث تعمل هذه النسبة المثالية على تقليل تكلفة الأموال، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة. بالإضافة إلى ذلك، يفترض هذا النهج أن معدل العائد الذي يطلبه يزداد مع ارتفاع نسبة الاقتراض، ويعزى هذا الارتفاع في العوائد المطلوبة إلى ارتفاع المخاطر المرتبطة بزيادة الاقتراض.

يتضمن تحديد نسبة الاقتراض المثالية فهم العلاقة بين نسبة الاقتراض وكل من تكلفة الاقتراض وتكلفة حقوق الملكية. ويقوم النهج التقليدي على أن تكلفة الأموال تنخفض مع زيادة الأموال المقترضة حتى تصل إلى عتبة معينة، وبعدها تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع وتسمى هذه النقطة الحرجة التي يتغير فيها اتجاه تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض المثالية(منير ابراهيم، 1999، صفحة 642).

المطلب الثالث: نظرية موديقلياني وميلر

حتى عام 1958، كانت النظريات المتعلقة ببنية رأس المال عبارة عن مجموعة من الفرضيات غير المترابطة حول سلوك المستثمرين، وكانت تفتقر إلى نماذج جيدة التنظيم وقابلة للاختبار، ومن أهم المساهمات في هذا المجال قدمها مؤلفان موديقلياني وميلر، حيث تناولا هيكل رأس المال بدقة علمية مما مهد الطريق لدراسات لاحقة.

- **فرضيات**

تشمل الافتراضات الأساسية التي قدمها المؤلفون على ما يلي (برغام، 2018، الصفحات 569-570):

- لا توجد ضرائب على الشركات أو الأفراد؛
- يتم قياس مخاطر الأعمال بالانحراف المعياري للربح التشغيلي، تقع الشركات التي لديها مخاطر تجارية مماثلة في نفس فئة المخاطر؛
- جميع المستثمرين لديهم توقعات متطابقة للأرباح التشغيلية المستقبلية في جميع الشركات؛
- عدم وجود تكاليف الوساطة في تداول الأسهم والسندات؛
- يمكن لجميع المستثمرين الاقتراض بنفس سعر الفائدة مثل الشركات؛
- يعتبر الدين استثمارًا خاليًا من المخاطر لكل من الشركات والمستثمرين، مما يعني معدل فائدة خاليًا من المخاطر على جميع الديون بغض النظر عن حجمها؛
- جميع التدفقات النقدية دائمة، مما يشير إلى معدلات نمو صفرية للشركات، مع بقاء أرباح التشغيل ثابتة وجميع سندات الدين دائمة.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي في وجود الضرائب تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس

المطلب الأول: نظرية موديقلياني وميلر

بعد أن أثبتت دراسة كل من موديقلياني وميلر والتي تم اجرائها عام 1958 أن الهيكل المالي للشركة لا يرتبط مع القيمة السوقية، واصل موديلياني وميلر أبحاثهما. وفي مقال نُشر عام 1963، تم فيه فحص التأثير الناتج عن الهيكل المالي على القيمة السوقية عند النظر في متغيرات مثل الضرائب وتكاليف

الإفلاس، وقد قدما تحليلًا جديدًا مسلطين الضوء على أن اعتماد الشركة على الديون له آثار إيجابية وسلبية، يأتي التأثير الإيجابي من الاقتصاد الضريبي، في حين يرتبط التأثير السلبي بتكاليف الإفلاس

في عام 1963 أكد كل من موديقلياني وميلر أن الديون تؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة بغض النظر عن نسبتها داخل الهيكل المالي، وذلك بسبب الفوائد الضريبية التي يتم الحصول عليها من الاقتراض حيث أن زيادة تمويل الديون داخل الهيكل المالي للشركة يقلل باستمرار من تكلفة رأس المال، وبالتالي يعزز القيمة السوقية. وتنشأ هذه العلاقة بسبب أن الفائدة على الديون تُعامل كنفقات من قبل الشركة قبل تطبيق الضرائب (غربي و قمان، 2021، الصفحات 113-114).

المطلب الثاني: تكلفة الإفلاس

تواجه المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من حقوق المساهمين والقروض مخاطر كبيرة للإفلاس مقارنة بمؤسسة تمول بالكامل من خلال حقوق المساهمين فقط، ويعود ذلك إلى أن العجز عن سداد القروض أو الفوائد في مواعيدها يتيح للمقرضين حق اتخاذ إجراءات قانونية قد تصل إلى إعلان إفلاس المؤسسة. بالمقابل، المؤسسة الممولة فقط من خلال الأسهم ليست ملزمة بإعادة قيمة الأسهم إلى المالكين أو توزيع الأرباح حتى لو حققت أرباحًا، مما يحميها من هذه المخاطر القانونية.

عندما يزداد معدل الاقتراض يرتفع خطر الإفلاس المرتبط به في البداية بشكل خطي. ومع ذلك، بعد تجاوز حد معين، يتصاعد خطر الإفلاس بسرعة أكبر من الاقتراض نفسه ويؤثر خطر الإفلاس المتزايد هذا سلبًا على تكلفة رأس المال وقيمة الكيان، حيث يطلب المستثمرون عوائد أعلى للتعويض عن المخاطر المتزايدة وبالتالي زيادة تكلفة الأموال وخفض القيمة السوقية للكيان.

إن التكاليف المرتبطة بالإفلاس تمتد إلى ما هو أبعد من النفقات الإدارية والقانونية؛ فهي تشمل أيضًا انخفاضًا في قيمة الأصول، حيث تقل عائدات بيع الأصول غالبًا عن قيمتها الدفترية وتشمل تكاليف الإفلاس أيضًا الخسائر المحتملة بسبب انخفاض الكفاءة التشغيلية قبل حدوث الإفلاس.

إن المقرضين، الذين يدركون أنهم قد يتحملون بعض التكاليف في حالة الإفلاس، يميلون إلى حماية أنفسهم من خلال المطالبة بعوائد أعلى على السندات في المؤسسة.

بالنسبة للمالكين، هذا يعني أنهم يجب أن يتحملوا المخاطر الكاملة للإفلاس، والتي لا يمكن التخفيف منها من خلال تنويع المحفظة، وعلى الرغم من أن الإفلاس يعتبر خطرًا غير منهجي فإن المالكين لا

يستطيعون القضاء عليه، وبالتالي فإنهم يطالبون بعائد أعلى على استثماراتهم، وهذا ما يخلق رابطًا غير مباشر بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية والعائد الذي يتوقعه الملاك (هندي، 1999، الصفحات 665-667).

المطلب الثالث: نظرية الوكالة

تدرس نظرية الوكالة تضارب المصالح الذي قد ينشأ بين إدارة الشركة وأصحابها وأصحاب المصالح الآخرين، حيث يسعى كل منهم إلى تعظيم أرباحه الخاصة، وغالبا ما تصبح هذه التضاربات واضحة في اختيار السياسات الإدارية، مما يجعل هذه الأخيرة تعطي الأولوية لأهدافها الخاصة على أهداف أصحاب المصالح الآخرين، مما قد يؤدي إلى تحريف الأحداث والمعلومات.

نشأت نظرية الوكالة لمعالجة هذه القضايا، حيث تنظر إلى الشركة كشبكة من العقود الطوعية بين أطراف مختلفة، مما يساعد على تقليل انفراد الإدارة إلى التصرف وفقًا لمصلحتها الذاتية وتتعمق هذه الدراسة في مفهوم نظرية الوكالة، وتستكشف افتراضاتها وتحدياتها ودور الحوكمة في تقليل تضارب المصالح.

إن نظرية الوكالة، على الرغم من تأسيسها رسميًا في سبعينيات القرن العشرين، ترجع أصولها المفاهيمية إلى استكشاف آدم سميث للفصل بين الملكية والسيطرة في عمله الرائد "ثروة الأمم" تدور النظرية حول ديناميكيات العلاقات القانونية والتعاقدية المتأصلة في عقد الوكالة، حيث يعهد إلى الوكيل بمسؤولية تمثيل وحماية مصالح الموكل.

تسعى نظرية الوكالة إلى معالجة الصراعات المحتملة التي قد تنشأ عندما تنحرف أهداف المدير (المساهمين) عن أهداف الوكيل (مثل أعضاء مجلس الإدارة) تنبع هذه الصراعات من حقيقة مفادها أن الوكلاء وعلى الرغم من تكليفهم بالعمل لصالح المديرين قد يعطون الأولوية أحيانًا لأهدافهم الخاصة، مما قد يؤدي إلى قرارات لا تتوافق بالضرورة مع الأهداف العامة للمنظمة (ريهام، 2023، الصفحات 191-196).

المبحث الثالث: الدراسات السابقة

المطلب الأول: دراسات الهيكل المالي

1- دراسة (Maharani, Reniati, & Saputra, 2023) **مقال بعنوان " The Effect of Capital Structure and Asset Growth on Financial Performance in**

Automotive Sub-Sector Industrial Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange"

تؤثر صناعة السيارات بشكل كبير على اقتصاد أي بلد، ويرتبط هذا بالطبع بالسياسات التي اتخذتها الحكومة في ذلك الوقت. كما أن صناعة السيارات لها عدة فروع مثل صناعة المكونات، وصناعة التجميع، والصناعة التحويلية، وغيرها، ولذلك هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير هيكل رأس المال ونمو الأصول على الأداء المالي لهيئات تجارية في قطاع السيارات الفرعي المدرج في بورصة إندونيسيا (IDX)، بحث قام المؤلفون بدراسة قياسية لشركات قطاع السيارات الفرعي المدرجة في البورصة، وتكونت عينة الدراسة على أساس توافر البيانات اللازمة لإجراء الدراسة في بورصة إندونيسيا للأوراق المالية لمدة ستة سنوات من 2016-2021، باعتبار أن هذه العينة تشكل سلسلة زمنية مقطعية فانه قد تم الاعتماد على مخرجات برنامج Eviews الإصدار 12 وذلك من خلال تطبيق نموذج البانل وتقسيم العملية إلى ثلاثة نماذج وهي نموذج التأثير العشوائي، نموذج التأثير التجميعي ونموذج التأثير الثابت مع الاستعانة كذلك بمرحلتين أساسيتين في شكل اختبار لاغرانج مضاعف (LM)، واختبار هوسمان لتحديد النموذج الأمثل لتفسير العلاقة الموجودة بين المتغيرات التفسيرية للدارسة.

ومن أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة هي:

- عند اختبار الفرضية التي تم إنشاؤها بطريقة متزامنة، لوحظ أن نمو الأصول وهيكل رأس المال يؤثران بشكل كبير على الأداء المالي للهيئات التجارية الخاصة بقطاع السيارات. وهذا يؤكد أهمية النظر في كلا العاملين عند تقييم الجدوى والاستقرار المالي؛
- عند إجراء اختبار الفرضيات الجزئية، وجد أن متغير هيكل رأس المال له تأثير سلبي كبير على الأداء المالي، في حين أن نمو الأصول ليس له تأثير كبير على الأداء المالي للهيئات التجارية الخاصة بقطاع السيارات
- من حيث قيمة تأثير متغير هيكل رأس المال الكبير (نسبة حقوق ملكية الدين)، كشف عن تأثير كبير على الأداء المالي بحجم 22.85% يعزى ذلك إلى نمو الأصول خلال الفترة 2016-2021.

2- دراسة (V.V., M.S., & A.S., 2021) مقال بعنوان" The Relationship between Capital Structure and Financial Performance of the Company"

هدف البحث إلى تحديد ما إذا كانت هناك علاقة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة، استنادا إلى مجموعة من الأدبيات الموجودة في الجانب النظري أما في الجانب التطبيقي فان الورقة البحثية تسعى بشكل

أساسي إلى تحديد المقاييس المالية الأساسية التي تؤثر على أداء الشركة وتحليل علاقتها بهيكل رأس المال، بالإضافة إلى تقييم تأثير التمويل الخارجي على الأداء المالي وتقييم ما إذا كان تخصيص الموارد المالية يتوافق مع نظريات هيكل رأس المال، حيث تمثلت عينة البحث من شركات صناعة الأدوية في المملكة المتحدة بمجموع 132 مقطعًا عرضيًا وإجمالي عدد 720 ملاحظة، وباستخدام نسبة القيمة السوقية على القيمة الدفترية والعائد على الأصول، التغير في القيمة السوقية، العائد على رأس المال المستثمر وهيكل رأس المال.

وقد تم تقسيم صيغة انحدار بيانات البانل المستخدمة في الدراسة الى:

الجدول رقم 2-5: متغيرات المستخدمة في الدراسة الثانية

المتغير التابع	المتغير المستقل
نسبة القيمة السوقية على القيمة الدفترية	نسب هيكل رأس المال (الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل)
العائد على الأصول	
العائد على رأس المال المستثمر	
الديون على القيمة السوقية	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (V.V., M.S., & A.S., 2021)

ومن خلال حيثيات الدراسة تم التوصل إلى عدة نتائج أهمها:

- يؤثر الدين طويل الأجل بشكل إيجابي على المتغيرات التابعة مثل نسبة Debt-to-Market Capitalization ونسبة القيمة السوقية على القيمة الدفترية PB، في حين أن الديون قصيرة الأجل لها تأثير سلبي على DMC والعائد على الأصول و العائد على رأس المال المستثمر، في حين أن حقوق الملكية تؤثر سلبًا على نسبة القيمة السوقية على القيمة الدفترية والعائد على الأصول؛

- تم في هذه الدراسة الحصول على معلومات حول تأثير هيكل رأس المال على مؤشرات الأداء المالي في شركات الأدوية في البلدان المتقدمة باستخدام مثال المملكة المتحدة مما يتيح للشركات الحصول على تقدير صحيح لهيكل رأس مالها وتحسينه بشكل أفضل من أجل تحسين مؤشرات أدائها؛

- تقديم توصيات في الدراسة لاستخدام عينة أوسع من الشركات، بما في ذلك المزيد من المؤشرات المالية، والنظر في البلدان الأكثر تقدما، ودراسة تأثير هيكل رأس المال على أساس حجم الشركة ومستوى الرافعة المالية.

3- دراسة (Vătavua, 2015) مقال بعنوان " The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies"

تسعى هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في قطاع التصنيع الروماني، وذلك من خلال التركيز على 196 شركة مدرجة في بورصة بوخارست على مدى الفترة الممتدة من 2003 إلى 2010. وباستخدام نموذج البانل، وتأخذ الدراسة بعين الاعتبار في الجانب القياسي على مختلف مؤشرات هيكل رأس المال مثل الديون طويلة الأجل، والديون قصيرة الأجل، وإجمالي الدين، وإجمالي حقوق الملكية، بينما يتم تقييم الأداء من خلال العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، وتم صياغة النماذج على النحو التالي:

الجدول رقم 2-6: متغيرات المستخدمة في الدراسة الثالثة

المتغير التابع	المتغيرات المستقلة
العائد على الأصول	نسب للديون، نسب إجمالي المطلوبات، الالتزامات طويلة الأجل والالتزامات قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول ونسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول
العائد على حقوق الملكية	نسب للديون، نسب إجمالي المطلوبات، الالتزامات طويلة الأجل والالتزامات قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول ونسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (Vătavua, 2015)

- تسجيل ميل إلى الاحتفاظ بنسبة عالية من الأسهم في مزيج رأس مالها وتجنب الاقتراض المفرط في شركات التصنيع المربحة في رومانيا خلال الفترة من عام 2003 إلى عام 2010؛
- تأثير حقوق الملكية بشكل إيجابي على مؤشرات الأداء، في حين كان لإجمالي الديون والديون قصيرة الأجل تأثير سلبي مع العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية؛
- أظهرت الديون طويلة الأجل نتائج غير متسقة بسبب نقص البيانات، وكانت الشركات التي تمتلك نسبة كبيرة من الأصول الثابتة تميل إلى تحقيق أرباح أقل؛
- على الرغم من وجود توقع لعلاقة مباشرة بين الأصول الملموسة والأداء، فإن شركات التصنيع الرومانية لم تستخدم أصولها بشكل فعال أو أن تحصل على التمويل الداخلي الكافي للاستثمارات المربحة.

- ندرة استخدام الشركات الرومانية الديون الطويلة الأجل، بحيث تستخدم الديون من قبل الشركات التي تواجه صعوبات مالية أو مخاطر تجارية عالية، وليس للاستثمارات المستقبلية.

4- دراسة (Benzaamia، Hariri، و Ali ben، 2021) **مقال بعنوان The importance of financial structure analysis in evaluating the financial performance of "BATTIMITAL Corporation for the state of AIN DEFLA on period 2015-2019**

هدف البحث بشكل رئيسي إلى تحديد أهم متغيرات هيكل المالي وأهميتها في قياس الأداء المالي داخل المؤسسة الاقتصادية، حيث تمحورت إشكالية البحث في" ما مدى مساهمة تحليل وتقييم مؤشرات الهيكل المالي لمؤسسة باتيميتال في تحقيق توازن للأداء المالي"، وللإجابة على هذا السؤال استخدم المؤلفون المنهج الوصفي في الجانب النظري بهدف استكشاف المفاهيم الرئيسية المتعلقة بالموضوع الورقة البحثية، بالإضافة إلى جانب تطبيقي المطبق على توفر الميزانيات وجداول حسابات النتائج للمؤسسة باتيميتال خلال فترة الدراسة الممتدة من 2015 الى غاية 2019، وتم في هذا الجانب حساب مختلف المؤشرات المالية والتي تم تقسيمها الى سبعة مؤشرات أساسية وهي مؤشرات التوازن المالي، نسب الهيكلة المالية، مؤشرات السيولة، هيكل الأصول، مؤشرات الربحية، المردودية ومؤشر المديونية.

توصل البحث إلى عدة نتائج أهمها:

- أثبتت نتائج الدراسة أن التحديات التي فرضتها جائحة كوفيد-19 والخسائر الكبيرة التي تكبدتها الاقتصاد العالمي، تمكنت مؤسسة باتيمتال من الحفاظ على استقرارها المالي واستقلالها. وتعزى هذه المرونة إلى الاستخدام الاستراتيجي لمزيج التمويل المتنوع على مدى فترات مختلفة. وفي حين اعتمدت المؤسسة في الغالب على الأموال الداخلية خلال فترات معينة، فإنها لجأت إلى تمويل الديون خلال أوقات الضغوط المالية، مستفيدة من المزايا الضريبية؛
- يكشف تحليل البيانات المالية للمؤسسة عن هيكل مالي متوازن، ومن الجدير بالذكر أنه كان هناك تحول نحو زيادة الاعتماد على تمويل الديون في السنوات الأخيرة، لا سيما بعد انخفاض الأرباح في عام 2016. وعلى الرغم من ذلك، تواصل المؤسسة إعطاء الأولوية للأرباح المحتجزة كمصدر رئيسي للتمويل؛
- تشير مؤشرات النفوذ إلى أن المؤسسة تحافظ على استقلالها المالي، وذلك باستخدام مواردها الخاصة مع امتلاك القدرة على الاستفادة من القروض لتوليد العائدات. وكان هذا واضحا في عام 2019؛
- تثبت مؤسسة باتيمتال قدرتها على سداد ديونها والحفاظ على استقلالها المالي وعلى الرغم من الاعتماد المتزايد على الديون في عام 2017، فقد تمكنت المؤسسة باستمرار من الابتعاد عن المخاطر والشدائد المالية.

5- دراسة (مجلخ و بشيشي، 2019) **مقال بعنوان "محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR"**

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة على الهيكل المالي في مؤسسة اقتصادية، حيث تمحورت إشكالية الدراسة في السؤال الموالي " ما هي محددات الهيكل المالي في مؤسسة الاقتصادية –مؤسسة الأجر الأحمر ببرج صباط–؟"، و للإجابة على هذا السؤال قام الباحثين بدراسة قياسية باستخدام نسبة الهيكل المالي كمتغير تابع ونسبة السيولة، نسبة الربحية، هيكل الأصول، المردودية الاقتصادية والمردودية المالية كمتغيرات مستقلة، وذلك من خلال الاستعانة ببيانات سنوية مستخرجة من القوائم المالية، وتكونت عينة الدراسة من مؤسسة الأجر الأحمر ببرج صباط ولاية قالمة، وتم إختيارها على أساس توافر البيانات اللازمة لإجراء الدراسة، وتم تحويل القيم السنوية إلى قيم فصلية باستخدام برمجية Eviews 09 للحصول على تسلسل زمني أكثر تفصيلًا ودقة.

استخدمت للوصول إلى أهداف الدراسة المنهج الوصفي التحليلي وذلك بالنسبة للجانب النظري، هو منهج شائع في مجالات العلوم الاجتماعية والسلوكية، يُستخدم لوصف الظواهر المدروسة وتصويرها بشكل كمّي من خلال جمع معلومات مُنظّمة حول المشكلة المطروحة، وكذلك المنهج الإحصائي الكمي لتفسير وتحديد محددات الهيكل المالي

ومن أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة هي:

- يعتمد الاختيار الأمثل للهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية على محددات مختلفة، بما في ذلك العوامل الكمية والكيفية، فضلا عن المتغيرات الأخرى المؤثرة؛
- أشارت النتائج التي توصلنا إليها إلى الاستقرار في جميع السلاسل المتعلقة باختبار KPSS، مع التكامل على نفس المستوى (0) (I)؛
- نم تحديد درجة التأخر الأمثل في نموذج VAR لتكون 02. واعتبرت العلاقة القائمة بين نسبة الهيكل المالي ومحدداتها من خلال نموذج VAR مقبولة وإحصائيًا؛
- كشف تحليل التباين عن تأثيرات إيجابية وسلبية قصيرة المدى للمحددات على نسبة الهيكل المالي، حيث تمارس نسبة هيكل الأصول تأثيرًا قويًا بشكل خاص على المدى الطويل مقارنة بالمتغيرات التفسيرية الأخرى. وأكد تحليل الصدمة التأثير لنسبة هيكل الأصول على نسبة الهيكل المالي على المدى الطويل، على النقيض من التأثيرات الدنيا التي لوحظت على المدى القصير والطويل للمتغيرات الأخرى.

المطلب الثاني: دراسات القيمة السوقية

1- دراسة (قدام و ترفاس، 2019) **مقال بعنوان" أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJIA"**

هدف البحث بشكل رئيسي إلى تحديد أهم متغيرات بالنسبة لسياسية توزيع الأرباح وكذلك بالنسبة للقيمة السوقية وذلك بغرض قياس العلاقة الناتجة هذه المتغيرات التفسيرية، حيث تمحورت إشكالية البحث في" ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم الشركات المدرجة في بورصة DJIA "، وللإجابة على هذا السؤال استخدم الباحثان المنهج التحليلي، وذلك بهدف فحص العلاقة النظرية الموجودة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة سوق الأوراق المالية، فضلا عن استخدام المنهج الإحصائي لتقييم العلاقة بين هذه المتغيرات في الجانب القياسي للدراسة.

من أجل تقييم العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة سوق الأسهم، تم الاعتماد في هذه الورقة البحثية على نماذج البانل التي تستخدم نموذج خط الانحدار المتعدد. شملت هذه الدراسة الشاملة عينة من 30 مؤسسة مدرجة في مؤشر DJIA، وتغطي إطارًا زمنيًا واسعًا يمتد 11 سنة من 2007 إلى 2017.

توصل البحث إلى عدة نتائج أهمها:

- وجود ارتباط مباشر ذو دلالة إحصائية بين الربح الموزع للسهم وقيمته السوقية، وهو ما تم تفسيره على أن المؤسسات التي تقدم أرباحًا كبيرة تواجه طلبًا متزايدًا على أسهمها؛
- هناك صلة مباشرة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم وقيمته السوقية. بحيث تعمل مستويات الربح المرتفعة كنقطة جذب للمستثمرين؛
- تُظهر الرافعة المالية ارتباطًا مباشرًا وذو دلالة إحصائية مع القيمة السوقية للسهم، مما يشير حسب المؤلفون هذه الورقة البحثية إلى صحة مالية قوية للمستثمرين وبالتالي زيادة الطلب وقيمة الأسهم؛
- يظهر حجم المؤسسة علاقة مباشرة ذات دلالة إحصائية مع القيمة السوقية لأسهمها، وبالتالي الربط بين المؤسسات كبيرة الحجم حجما وتنويع مصادر الربحية؛
- وجود علاقة عكسية بين العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية للأسهم، بالإضافة الى تسجيل علاقة غير معنوية بين معدل النمو والقيمة السوقية للأسهم.

2- دراسة (قنون و قنون، 2020) **مقال بعنوان " تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في مؤشر SBF 120 الفرنسي خلال الفترة (2013-2017)"**

هدفت الدراسة إلى استكشاف قدرة مؤشرات الأداء المالي التقليدية والحديثة على تفسير قيمة الأسهم في السوق، حيث تمحورت إشكالية الدراسة في السؤال الموالي " ما مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للشركات الخدمية في مؤشر SBF120 الفرنسي خلال الفترة 2013-2017؟"، و للإجابة على هذا السؤال قام الباحثين بتقسيم البحث الى قسمين أساسين، الأول خاص بالخلفية النظرية وقد شملت التطرق الى القيمة السوقية والأداء المالي بالإضافة الى التعرف على المؤشرات التقليدية والحديثة لقياس الأداء المالي، أما بخصوص القسم الثاني فقد تم فيه الاعتماد على 30 شركة خدمية مدرجة في بورصة باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2012 الى 2016 وتتمثل المتغيرات المستخدمة في هذا الجانب على النحو التالي:

الجدول رقم 2-7: متغيرات المستخدمة في الدراسة الثانية

المتغير التابع	المتغيرات المستقلة
القيمة السوقية للأسهم	مؤشرات قياس الأداء المالي: - العائد على الحقوق - العائد على الأصول - ربحية السهم - الرفع المالي - القيمة الاقتصادية المضافة - القيمة السوقية

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (قنون و قنون، 2020)

ومن أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة هي:

- تشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم (EPS) والقيمة السوقية، بالإضافة إلى العثور على علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية والقيمة السوقية وقد أشار الباحثون إلى أن هذه النتائج قد تنبع من اعتماد المستثمرين على العائد على حقوق المساهمين لقياس العوائد المالية على الاستثمارات؛

- لم تظهر الرافعة المالية أي علاقة هامة مع القيمة السوقية، مما يفسره المؤلفون إلى أن المستثمرين قد لا يفكرون بشكل كبير في سياسات تمويل المؤسسات الخدمية؛

- كما أظهرت القيمة الاقتصادية المضافة عدم وجود علاقة هامة مع القيمة السوقية، مما يشير إلى عدم مبالاة المستثمرين بهذا المقياس في بورصة الفرنسية، وقد تبين أن المؤشرات التقليدية تتفوق على المؤشرات الحديثة في تفسير التغيرات في قيمة الأسهم.

3- دراسة (يزيد صالحي و قتال، 2020) **مقال بعنوان "تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات خلال الفترة (2012 -2018)"**

هدفت الدراسة إلى فهم وقياس الارتباط بين مؤشرات الأداء المالي وقيمة السوقية لسهم مؤسسة التأمين أليانس، من خلال تحليل مجموعة من المؤشرات المالية، وذلك بهدف تحديد المؤشرات الأكثر ملائمة لتقييم أداء المؤسسات.

وكانت إشكالية الدراسة في الشكل التالي: "ما مدى تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم مؤسسة أليانس للتأمينات؟" وللإجابة على إشكالية الدراسة قاما الباحثان باستخدام المنهج الوصفي في تقديم الإطار المفاهيمي للأداء المالي مع شرح لمختلف المؤشرات الأساسية لقياس الأداء المالي، بالإضافة إلي استخدام المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي لتحليل طبيعة العلاقة الموجودة بين المتغيرات التفسيرية، وتمت الاستفادة من البيانات المالية المرفقة على موقع البورصة الجزائرية. وقد شملت عينة الدراسة على سلسلة زمنية سنوية من مؤسسة اليانس خلال الفترة من 2012 إلى 2018

فيما تمثلت أداة الدراسة في برنامج SPSS V.20 للوصل إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة إيجابية كبيرة بين القيمة السوقية المضافة والقيمة السوقية لأسهم الشركة محل الدراسة، مما يشير إلى أن الزيادة في القيمة السوقية المضافة تؤثر بشكل إيجابي على سعر السهم وبالتالي تعزز قابلية تسويق المنظمة. ويشير ذلك إلى أن المستثمرين ينظرون إلى القيمة السوقية المضافة كمؤشر إيجابي لأداء الشركة ونموها المحتمل، مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على أسهمها وزيادة قيمتها؛
- كشفت الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدة متغيرات مستقلة، بما في ذلك معدل العائد على الاستثمار، ومعدل العائد على حقوق الملكية، ومعدل العائد على الأصول، والقيمة السوقية لأسهم. ويشير هذا إلى أن هذه المؤشرات المالية وحدها غير كافية لتفسير التقلبات في القيمة السوقية لأسهم اليانس، مما يشير إلى أن المستثمرين قد يعتمدون على عوامل أو مقاييس أخرى عند تقييم أداء الشركة وآفاقها المستقبلية؛
- أظهرت الدراسة أن القيمة السوقية المضافة هي المتغير المستقل الوحيد الذي يؤثر بشكل كبير على القيمة السوقية لأسهم اليانس، وهو ما يفسر 74٪ من التغيرات الملحوظة في القيمة السوقية لأسهم

اليانس للتأمين. وهذا يؤكد أهمية القيمة السوقية المضافة كمحدد رئيسي لتصورات المستثمرين والتقييم السوقي لشركة.

4- دراسة (Oluseyi, Bioye, & Bolanle, 2017) **مقال بعنوان" Determinants of Market Value of Residential Properties in Ibadan Metropolis, Nigeria"**

تناولت هذه الدراسة المحددات الرئيسية لقيم سوق العقارات السكنية في إبادان متروبوليس بهدف تحسين دقة التقييم في منطقة الدراسة، وقد أجرى الباحثون استبيانًا على 52 شركة مسح وتقييم عقاري تمتلك 3120 عقارًا سكنيًا في محفظتها الاستثمارية، تم فيها اختيار عشرين بالمائة من العقارات السكنية في محفظة كل شركة وذلك بإجمالي 624 عقارًا وباستخدام عينات عشوائية، ليتم التوصل في الأخير الى عينة قدرها 558 صالحة للتحليل.

و للكشف عن أثر كل من المتغيرات المستقلة(الموقع السكني REL، نوع المبنى TOB، عدد غرف النوم NOR، عدد دورات المياه NOT، عدد الحمامات NOB، عدد غرف المعيشة NOL، وجود السياج EOF، وجود إنذار ضد السرقة EOBA، وجود قضبان مقاومة للسرقة EOBP، عمر المبنى AOB، حالة المبنى COB) على المتغير التابع(القيمة الرأسمالية للعقار السكني V وقيمة الايجار R).

ومن خلال ماسبق توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تأثير العوامل المحددة: كشفت التحليلات أن أربعة عوامل رئيسية (عدد الحمامات، نوع المباني، وجود جهاز إنذار ضد السرقة، وحالة المبنى) تؤثر بشكل كبير على قيمة الإيجار في المناطق السكنية متوسطة الكثافة، في حين تم العثور على عامل رئيسي واحد فقط (نوع المبنى) يؤثر على قيمة رأس المال في نفس منطقة الدراسة؛

- يتضمن نموذج قيمة الايجار للمناطق ذات الكثافة السكنية العالية ثلاثة متغيرات (EOF وNOB وCOB)، أما بخصوص منطقة الدراسة بأكملها فان نموذج قيمة الإيجار يتضمن ثلاثة متغيرات (NOT وEOBA وCOB).

المطلب الثالث: دراسات الربط بين الهيكل المالي والقيمة السوقية

1- دراسة (وردة و سعيدة، 2022) **مقال بعنوان " أثر تكلفة التمويل في القيمة السوقية لمجموعة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للفترة: (2012-2019)"**

تحلل هذه الدراسة البحثية الى معرفة تأثير تكلفة التمويل في القيمة السوقية للمجموعة من المؤسسات، كما تدرس هذه الدراسة تأثير بعض المتغيرات الاخرى كتوزيعات المطبقة على الأرباح بالإضافة إلى الهيكل

المالي. بحيث تمت دراسة هذا البحث بشكل خاص على بورصة عمان للأوراق المالية في الفترة بين 2012 الى 2019. وعينة الدراسة تكونت 11 مؤسسة باستثناء المؤسسات المالية باجمالي عدد المشاهدات يساوي 88 مشاهدة، وتم إجراء الجانب التطبيقي باستخدام برنامج Eviews الإصدار 12. والجدول التالي يوضح تركيبة المتغيرات المعتمدة في البحث:

الجدول رقم 2-8: متغيرات المستخدمة في الدراسة الاولى

	المتغيرات	رمز المتغير
القيمة السوقية للمؤسسة (متغير تابع)	القيمة السوقية	MV
تكلفة التمويل (متغير المستقل)	التكلفة الوسطية المرجحة	WAC
	نسبة الهيكل المالي	FSR
	نسبة المديونية	DR
	هيكل الأصول	STRA
	نصيب السهم الواحد من الأرباح	DIV

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (وردة و سعيدة، 2022)

وكشفت الدراسة عن أهم النتائج:

- يبلغ معامل التحديد 0.9603، وهذا ما يشير هذا إلى أن المتغيرات المستقلة توضح جزءًا كبيرًا من التغيرات الواقعة في المتغير التابع، بحيث تمثل هذه المتغيرات حوالي 96% من إجمالي التغييرات الحاصلة، في حين أن نسبة 4% المتبقية تعود إلى أخطاء عشوائية أو عوامل أخرى لم تؤخذ في الاعتبار في التحليل؛
- قدم اختبار فيشر إشارة إلى أن إحصائيات F المحسوبة تتجاوز قيمة F المجدولة عند مستوى دلالة قدره 1٪. وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية لصالح الفرضية البديلة؛
- تشير قيمة دربن واتسن والتي سجلت قيمة تقترب من 2 وبالتحديد عند 1.90 تقريبًا، إلى أن النموذج لا يتأثر بشكل كبير بمشكلات الارتباط الذاتي، مما يضمن موثوقية النتائج التي تم الحصول عليها.
- كشفت الدراسة عن تأثير سلبي كبير لتكاليف التمويل على القيمة السوقية، مما يدل على أن زيادة تكاليف التمويل يقابلها انخفاض في القيمة السوقية؛
- أظهر التحليل وجود ارتباط سلبي كبير بين نسبة الهيكل المالي والقيمة السوقية وبالتالي الزيادة في نسبة الهيكل المالي يقابلها انخفاض في القيمة السوقية؛

- وجود تأثير إيجابي ملحوظ لنسبة الدين على القيمة السوقية، مما يدل على أنه مع زيادة نسبة الدين هناك زيادة مقابلة في القيمة السوقية بالإضافة إلى تسجيل تأثير إيجابي لتوزيعات الأرباح على القيمة السوقية، حيث بلغت دلالة إحصائية عند مستوى ثقة 1%، أما بخصوص العلاقة بين هيكل الأصول والمتغير التابع فانه لم يلاحظ أي تأثير ذو دلالة.

2- **دراسة** (بلقاسمي و شلابي، 2022) **مقال بعنوان "الرفع المالي وأثره على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2010-2020)"**

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم العلاقة الكمية بين الرفع المالي والقيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2010-2020، بالإضافة إلى قياس تأثير واتجاه العلاقة بين نسبة الدين والقيمة السوقية للمؤسسة، وبنيت الدراسة على التساؤل الرئيسي التالي "كيف يمكن للرفع المالي التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة؟"، واعتمد الباحثون على برنامج Eviews الإصدار العاشر مع تحديد خمسة متغيرات مستقلة ومتغير تابع وحيد في الدراسة، كما يوضح الجدول التالي:

الجدول رقم 2-9: متغيرات المستخدمة في الدراسة الثانية

	المتغيرات	**رمز المتغير**
القيمة السوقية للمؤسسة (متغير تابع)	نسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية	FV
تكلفة التمويل (متغير المستقل)	الرفع المالي	FL
	العائد على حقوق الملكية	ROE
	العائد على الأصول	ROA
	نسبة المديونية	DR
	ربحية السهم	EPS

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (بلقاسمي و شلابي، 2022)

ومن خلال ماسبق توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- الرافعة المالية والقيمة السوقية: تشير تقديرات نموذج التأثيرات الثابتة إلى وجود تأثير إيجابي للرافعة المالية (FL) على القيمة السوقية، ويتوافق التأثير الإيجابي للرافعة المالية على القيمة السوقية مع النظريات المالية المختلفة بما في ذلك عمليات الدمج والشراء والنظريات التقليدية؛

– معدل العائد والقيمة السوقية: كما أظهر نموذج التأثيرات الثابتة تأثيراً إيجابياً لمعدل العائد سواء على الملكية أو حقوق الأصول على القيمة السوقية. وكل تغير في معدل العائد يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية، وهذا ما تم تفسيره من طرف الباحثين على أن زيادة معدل العائد يؤدي إلى أرباح مالية للمؤسسات؛

– نسبة الدين والقيمة السوقية: يكشف نموذج التأثيرات الثابتة عن تأثير سلبي لنسبة الدين على القيمة السوقية، وهذا يشير إلى أن ارتفاع نسبة الدين يؤدي إلى خسائر مالية للمؤسسات وهو ما يتعارض مع النظرية المالية؛

– ربحية السهم والقيمة السوقية: يشير نموذج التأثيرات الثابتة إلى وجود تأثير إيجابي لربحية السهم على القيمة السوقية بما يتماشى مع المبادئ المالية والدراسات التجريبية.

3– دراسة (متولي السيد، 2021) مقال بعنوان "أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف السعودية"

ركز الباحث في دراسته على تسليط الضوء وكشف العلاقة الموجودة بين مختلف العوامل المحددة لسياسة توزيع الأرباح والعوامل المحددة لهيكل رأس المال على القيمة السوقية، وقد شملت الدراسة التطبيقية على 11 مصرف مدرج في بورصة السعودية للأوراق المالية خلال الفترة من 2016 الى 2019. ولتحليل هذه العلاقة تم الاعتماد على المتغيرات التالية:

الجدول رقم 2–10: متغيرات المستخدمة في الدراسة الثالثة

	المتغيرات	رمز المتغير
القيمة السوقية للمؤسسة (متغير تابع)	القيمة السوقية	MV
المتغيرات المستقلة	سياسة توزيع الأرباح	DP
	هيكل رأس المال	CS
المتغيرات الضابطة	حجم المصرف	BSIZ
	ربحية المصرف	BROA
	جودة خصائص الحوكمة	BGQ

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (متولي السيد، 2021)

ومن خلال ماسبق توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

– تتمتع سياسة توزيع الأرباح بأهمية استراتيجية كبيرة داخل المؤسسات حيث أنها تؤثر بشكل مباشر على تصورات المستثمرين لأداء الشركة وربحيتها المستقبلية، بالإضافة إلى أن هيكل رأس المال يلعب دورًا مهمًا في تشكيل استراتيجيات الشركات ويعمل كآلية لإدارة العلاقة بين الملكية والإدارة؛

– تؤثر سياسة توزيع الأرباح بشكل كبير على القيمة السوقية للبنوك المدرجة في السوق المالية السعودية، ويمكن أن تعزى هذه الملاحظة بحسب وجهة نظر الباحثين إلى فكرة أن أرباح الأسهم بمثابة مؤشر للأرباح المستقبلية المتوقعة وبالتالي فهي تؤثر على الطلب على أسهم البنك؛

– يكشف التحليل أن رأس مال البنوك المدرجة في سوق التمويل السعودي لا يؤثر بشكل كبير على قيمتها السوقية، بالإضافة إلى توصل الدراسة إلى أن ربحية البنوك وجودة ممارسات الحوكمة المطبقة داخل هذه البنوك لهما تأثير كبير على قيمتها السوقية داخل السوق المالية السعودية، وقد كانت معاملات الانحدار لهذه العوامل موجبة.

4– **دراسة** (ضيف و زوزي، 2012) **مقال بعنوان "تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة – دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2009–2012)"**

الهدف العام من الدراسة هو تحليل الأثر الناتج عن العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسات، تم تصميم عينة الدراسة لتشمل 79 مؤسسة مدرجة في السوق السعودي "تداول" من الفترة 2009 الى 2012، ثم تم إجراء التحليل بواسطة أسلوب البيانات الطولية باستخدام STATA 13، حيث تم الاعتماد على سبعة متغيرات تفسيرية على النحو التالي:

الجدول رقم 2–11: متغيرات المستخدمة في الدراسة الرابعة

	المتغيرات	رمز المتغير
قيمة الشركة (متغير تابع)	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	PBR
الهيكل المالي (متغير مستقل)	معدل القروض الاجمالية	DTCP
	معدل القروض الطويلة الأجل	DLTCP
	معدل القروض القصيرة الأجل	DATCP
المتغيرات الضابطة	حجم الشركة	LNAE
	المردردية الاقتصادية	RE

	المردودية المالية	RCP
	المخاطر النظامية	B
	النمو	CROISSANCE

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (ضيف و زوزي، 2012)

ومن خلال ماسبق توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة قوية وذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي للشركة، وتحديدا نسبة إجمالي الدين إلى الأموال الخاصة، وهذا يشير إلى أنه عندما تزيد نسبة إجمالي الدين بمقدار وحدة واحدة، فإن قيمة الشركة تشهد ارتفاعًا ملحوظًا مما يعني أن الشركات السعودية تستخدم الديون بشكل استراتيجي لتعزيز قيمة الشركة؛
- وجدت الدراسة علاقة هامة بين الهيكل المالي للشركة وقيمة الشركة، وبالتحديد مع نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة، مما يدل على أن الديون قصيرة الأجل لا يتم استغلالها بشكل فعال لتعزيز قيمة الشركة؛
- إن العلاقة بين العوائد المالية والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة لا تظهر أي علاقة إحصائية ذات دلالة إحصائية، ومن المثير للدهشة أنه عندما تزيد العوائد المالية بمقدار وحدة واحدة فإن قيمة الشركة تميل إلى الزيادة بنسبة كبيرة تبلغ 91٪، ويشير هذا إلى أن المستثمرين السعوديين قد لا يعطون الأولوية للعائدات المالية عند تقييم قيمة الشركة؛
- العلاقة المسجلة بين المردودية الاقتصادية وقيمة الشركة ليس لها معنوية احصائية، وهو ما يؤكد النتيجة السابقة والتي تنص على أن المستثمرين السعوديين قد لا يعطون الأولوية للعائدات المالية عند تقييم قيمة الشركة؛
- كما أشارت الدراسة الى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وقيمة الشركة، ومع زيادة حجم الشركة تنخفض قيمتها بنسبة 108.9%، وتشير هذه النتيجة كما أشار اليها الباحثون إلى أن إجمالي الأصول لا يتم استخدامه بشكل فعال لتعزيز قيمة الشركة؛
- تكشف الدراسة على فشل النمو في الحصول على تأثير معنوي إحصائيا، مما يشير إلى عدم استغلال النمو بشكل كافٍ لتعزيز قيمة الشركة، في حين أن هناك علاقة قوية ذات دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية وقيمة الشركة.

5- دراسة (طيبي و بخاوة، 2023) مقال بعنوان "دراسة تحليلية للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة (دليل من الشركات الصناعية المدرجة بالبورصة المصرية)"

بحثت هذه الدراسة في أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسات ذات الطابع الصناعي، ومن بين أهم الأهداف المراد تحقيقها في هذه الورقة كان إبراز النظريات المفسرة للعلاقة الموجودة بين المتغيرات التفسيرية وتحليل وتفسير هذه العلاقة وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS الاصدار 26.

وقام الباحثون بإجراء دراسة على الشركات المدرجة في البورصة المصرية ذات الطابع الصناعي، حيث اشتملت عينة الدراسة على 11 شركة خلال الفترة 2014 إلى 2019، تم تلخيص متغيرات الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم 2-12: متغيرات المستخدمة في الدراسة الخامسة

	المتغيرات	رمز المتغير
قيمة الشركة (المتغير التابع)	قيمة المؤسسة	/
المتغير المستقل	الهيكل المالي	/
المتغيرات الضابطة	حجم المؤسسة	SIZE
	الرافعة المالية	LEV

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (طيبي و بخاوة، 2023)

وتشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية واضحة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، وبالتالي تشهد الشركات الصناعية في العينة انخفاضًا في القيمة السوقية عند الاعتماد بشكل أكبر على تمويل الديون مقارنة بالأسهم، كما يتضح ذلك من ارتفاع نسب الدين إلى حقوق الملكية، في حين أظهرت الرافعة المالية علاقة عكسية مع قيمة المؤسسة، إلا أنها لم تكن ذات دلالة إحصائية.

علاوة على ذلك، كشفت الدراسة عن وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي على قيمة الشركة، وهذا يسلط الضوء على التأثير الكبير التركيبة الخاصة بالهيكل المالي على قيمة المؤسسة، أي أن الزيادة بوحدة واحدة في التركيبة الخاصة بالهيكل المالي تؤدي إلى انخفاض بنسبة 69.7% في قيمة المؤسسة.

6- دراسة (نبيلة و جبار، 2017) **مقال بعنوان " عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)"**

هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة في السوق الجزائري، ولاختبار صحة الفرضيات المطروحة في البحث اعتمد الباحثان على برنامج Eviews الإصدار 9، وقد وقع الاختيار على مجمع صيدال لقياس هذا التأثير بين المتغيرات التفسيرية والمتمثلة في:

الجدول رقم 2-13: متغيرات المستخدمة في الدراسة السادسة

	المتغيرات	رمز المتغير
القيمة السوقية (المتغير التابع)	السعر السوقي لسهم	Y
الهيكل المالي (المتغير المستقل)	نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة	X1

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (نبيلة و جبار، 2017)

7- دراسة (Suyonoa, Sudarno, Suhardjo, Yunia, & Intan, 2020) **مقال بعنوان " The Influence of Price to Book Value on Capital Structure and Profitability of Health and Pharmaceutical Companies in Indonesia"**

بحثت هذه الدراسة في تأثير السعر إلى القيمة الدفترية (PBV) على هيكل رأس المال وربحية شركات الصحة والأدوية في إندونيسيا من عام 2012 إلى عام 2019، بحيث يتكون مجتمع الدراسة من 12 شركة ضمن القطاع الفرعي للصحة والأدوية في إندونيسيا خلال الفترة المحددة.

شملت الدراسة على جانب تطبيقي بهدف نمذجة المعادلات الهيكلية (SEM) باستخدام AMOS 21، تم تلخيص متغيرات الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم 2-14: متغيرات المستخدمة في الدراسة السابعة

المتغيرات	رمز المتغير
العائد على الأصول	Y2=ROA
نسبة حقوق الملكية للديون	Y1=DER
سعر القيمة الدفترية	X=PBV

$Y1 = \beta X + e1$
$Y2 = \beta 1X1 + \beta 2Y1 + e2$

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (Suyonoa, Sudarno, Suhardjo, Yunia, & Intan, 2020)

وتشير نتائج الدراسة إلى أن ارتفاع قيمة السعر إلى القيمة الدفترية (PBV) يؤثر بشكل إيجابي على هيكل رأس مال شركات الصحة والأدوية في إندونيسيا، بالإضافة إلى تسجيل علاقة إيجابية بين PBV ونسبة حقوق الملكية للديون (DER) لهذه الشركات، ووفق تفسير الوارد في البحث فهذا يعني أن ارتفاع سعر القيمة الدفترية يميل إلى تعزيز هيكل رأس المال لهذه الشركات في إندونيسيا؛

وفيما يتعلق بتأثير PBV على العائد على الأصول (ROA) خلال نفس الفترة، تشير النتائج إلى أن قيمة السعر إلى القيمة الدفترية، سواء كانت مرتفعة أو منخفضة لا تؤثر على ربحية شركات الصحة والأدوية.

8- **دراسة** (Divya & Purna Chandra, 2017) **مقال بعنوان** "**Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry**"

بحثت هذه الدراسة في أثر هيكل رأس المال وقيمة الشركات المدرجة في بورصة الهندية خلال اطار زمني من 2001 الى 2015، ومن بين أهم الأهداف المراد تحقيقها في هذه الورقة كان إبراز النظريات المفسرة للعلاقة الموجودة بين المتغيرات التفسيرية وتحليل وتفسير هذه العلاقة وذلك بالاعتماد على نماذج البانل من خلال تطبيق نماذج التجميعية والتأثيرات الثابتة ونماذج التأثيرات العشوائية، تم تلخيص متغيرات الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم 2-15: متغيرات المستخدمة في الدراسة الثامنة

	المتغيرات	رمز المتغير
قيمة الشركة (المتغير التابع)	قيمة المؤسسة	**EV**
	القيمة السوقية للشركة	**Mcap**
	نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية	**PB**
	إجمالي الالتزامات الخارجية	**TOL_TNW**

هيكل رأس المال (المتغيرات المستقلة)	جودة المؤسسة	**Z score**
	لوغاريتم إجمالي الأصول	**LnTA**
	نسبة صافي الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول	**FA_TA**
	الربحية	**ROA**
	التغير السنوي في متوسط إجمالي الأصول	**GrwTA**
	السيولة	**CR**
	نمو الناتج المحلي الإجمالي	**GDP**
	معدل التضخم السنوي	**Inflation**

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (Divya & Purna Chandra, 2017)

تشير النتائج أن قيمة الشركة والرافعة المالية لهما علاقة معنوية ولكن العلاقة إيجابية للمعادلتين الأولى والثالثة (EV و PB) ولكنها سلبية للمعادلة الثانية (**Mcap**)، وتتمتع درجة جودة الشركة بعلاقة إيجابية كبيرة مع قيمة الشركة لجميع المعادلات كما هو متوقع من طرف الباحثين، ومعنوية عند مستوى دلالة 1٪. توضح درجة **Z score** المرتفع على جودة المؤسسة العالية من خلال تقليل احتمالية الإفلاس

وفيما يتعلق بمتغير Ln_size فقد تم تسجيل علاقة إيجابية مع القيمة الثابتة لجميع المعادلات، بالإضافة إلى وجود دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 1% للمعادلتين الأولى والثانية فقط، أما بالنسبة لصافي الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول والنمو في إجمالي الأصول فإن النتائج غير حاسمة بالنسبة لتأثيرات على قيمة الشركة، وذلك على النحو التالي:

- بالنسبة للمتغير التابع نسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية، فان نسبة **FA_TA** ذات دلالة احصائية عند مستوى 5% مع نمو في إجمالي الأصول عند مستوى معنوية 1%؛
- تتمتع نسبة لصافي الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1٪ بالنسبة لـ Mcap ولكنها غير معنوية بالنسبة إلى EV؛
- يتمتع النمو في إجمالي الأصول بدلالة احصائية عند مستوى معنوية 5٪ بالنسبة للسيارات الكهربائية ولكنه غير معنوى بالنسبة لمتغير التابع Mcap.

وفيما يتعلق بمتغير الربحية عند قياسها كعائد على إجمالي الأصول لها علاقة سلبية كبيرة مع قيمة الشركة في جميع المعادلات، في حين أن متغير السيولة للشركة له علاقة إيجابية مع مقاييس قيمة الشركة، بالإضافة إلى أن الناتج المحلي الإجمالي والنمو الاقتصادي لهما تأثير إيجابي كبير على جودة الشركة.

9- **دراسة** (Raheel, Shahnaz, Bashir, & Umara, 2013) **مقال بعنوان** " **Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Pakistan (Kse 100 Index)** "

تستكشف هذه الدراسة كيفية تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات في سوق الأوراق المالية الباكستاني، مع التركيز على تلك المدرجة في مؤشر KSE 100، ولاختبار صحة الفرضيات المطروحة في البحث تم اختبار 83 شركة خلال الفترة الزمنية من 2006 إلى 2009، وقد وقع الاختيار على مجموعة من المتغيرات التفسيرية والمتمثلة في:

الجدول رقم 2-16: متغيرات المستخدمة في الدراسة التاسعة

المتغيرات	رمز المتغير
العائد على حقوق الملكية	**ROE**
العائد على الأصول	**ROA**
هامش صافي الربح	**Net Profit Margin**
ربحية السهم	**Earning per Share**
نسبة السعر إلى الربح	**P/E Ratio**
حجم الشركة	**Ln Total Asset**
نسبة الدين إلى حقوق الملكية	**D / E Ratio**
$ROE_{i,t} = \alpha + \beta (D / E Ratio)_{i,t} + \theta (Ln Total Asset)_{i,t} + e_{i,t}$	
$ROA_{i,t} = \alpha + \beta (D / E Ratio)_{i,t} + \theta (Ln Total Asset)_{i,t} + e_{i,t}$	
$Net Profit Margin_{i,t} = \alpha + \beta (D / E Ratio)_{i,t} + \theta (LnTotal Asset)_{i,t} + e_{i,t}$	
$Earning per Share_{i,t} = \alpha + \beta (D / E Ratio)_{i,t} + \theta (Ln Total Asset)_{i,t} + e_{i,t}$	
$Ln(P/E Ratio)_{i,t}) - Ln(P/E Ratio)_{i,t-1}) = \alpha + \beta (Ln(D/E Ratio)_{i,t}) - Ln(D/E Ratio)_{i,t-1}) + e_{i,t}$	
$Ln(ROE_{i,t}) - Ln(ROE_{i,t-1}) = \alpha + \beta (Ln(D/E Ratio)_{i,t} - Ln(D/E Ratio)_{i,t-1}) + e_{i,t}$	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (Raheel, Shahnaz, Bashir, & Umara, 2013)

تكشف النتائج عن وجود علاقة سلبية كبيرة بين هيكل رأس مال الشركة وثلاثة مقاييس للأداء والتي تمثلت في العائد على حقوق الملكية، والعائد على الأصول وربحية السهم وعلى العكس بالنسبة لعلاقة المتغير التابع مع هامش صافي الربح فإن هذه العلاقة ليست ذات أهمية.

وجدت الدراسة تأثير نسبة الرافعة المالية للشركة على الأداء المالي، حيث يؤدي التغيير إلى تقليل قيمة الشركة، كما يتضح بعد استخدام نسبة السعر إلى الربح كمتغير بديل لقيمة الشركة وجود تأثير سلبي بالتغير في هيكل رأس المال. بالإضافة إلى تسجيل ارتفاع مستويات الدين يزيد من مخاطر الشركة بسبب تكاليف الديون الثابتة وذلك من خلال الاعتماد على الانحرافات في العائد على حقوق الملكية كمقياس لمستوى مخاطر الشركة.

10-دراسة (Thi Huong, Yang-Che, Tzu-Ching, Huu Manh, & Xuan, 2022) **مقال بعنوان** " **Capital Structure Choices and Stock Market Volatility: Evidence from Chinese Listed Firms**"

تبحث دراسة في كيفية تأثير التقلبات في سوق الأسهم الصينية بشكل مباشر على قرارات هيكل رأس المال للشركات الصينية المدرجة في الفترة من 2008 إلى 2018. ومن خلال التركيز على أنماط استخدام رأس المال للشركات الصينية، بدلاً من الاعتماد على هيكل رأس المال التقليدي، وقد تم جمع البيانات المالية للشركات المدرجة في بورصة شنغهاي بمجموع 801 شركة صينية لمد 11 عاما، وذلك بالاعتماد على المتغيرات التالية:

الجدول رقم 2-17: متغيرات المستخدمة في الدراسة العاشرة

	المتغيرات	رمز المتغير
المتغيرات التابعة	الرافعة المالية قصيرة المدى	**SMKTLEV**
	الرافعة المالية طويلة المدى	**LMKTLEV**
	إجمالي الرافعة المالية	**TMKTLEV**
المتغيرات المستقلة	الربحية	**PROFIT**
	أصول ثابتة	**FIXASSET**
	حجم الشركة	**SIZE**

	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	**MB**
	السيولة	**LIQ**
	إجمالي ديون البنوك	**BANKDEBT**
	الديون المصرفية قصيرة الأجل	**S-BANKDEBT**
	الديون المصرفية طويلة الأجل	**L-BANKDEBT**
	الائتمان التجاري	**TC**
	الانحراف المعياري لجميع عوائد الأسهم اليومية للسهم	**VOLSSEC**
	تكاليف الديون	**COSTOFDEBT**
	نسبة ديون البنوك إلى إجمالي الديون	**BANKDEBT-DEBT ratio**
	نسبة الائتمان التجاري الى اجمالي الديون	**TC-DEBT ratio**

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد (Thi Huong, Yang-Che, Tzu-Ching, Huu Manh, & Xuan, 2022)

اكتشفت الدراسة أن الشركات الصينية المدرجة تميل إلى الاستخدام المكثف للرافعة المالية الإجمالية للسوق والرافعة المالية للسوق على المدى القصير، في حين أن الرافعة المالية للسوق طويلة الأجل تكون أقل استخدامًا خلال فترات زيادة تقلب سوق الأسهم الصينية وانخفاض أسعار الفائدة على الإقراض. وتكشف النتائج كذلك وجود علاقة إيجابية بين الرفع المالي في سوق الشركات وتقلبات سوق الأوراق المالية، الناجمة عن انخفاض القيمة السوقية للشركات المدرجة والزيادات الحاصلة في ديون البنوك.

إضافة إلى ذلك تم تسجيل انخفاض كبير في استخدام الائتمان التجاري وزيادة واضحة في ديون البنوك ضمن هيكل ديون الشركات الصينية المدرجة مع تزايد تقلبات سوق الأسهم الصينية، علاوة على ذلك كشف التحليل عن تفضيل الديون قصيرة الأجل والتمويل المصرفي في هيكل رأس مال الشركات الصينية المدرجة استجابة لتصاعد حالة عدم اليقين في سوق الأوراق المالية الصينية والتقلبات في أسعار الفائدة على الإقراض.

خلاصة الفصل الثاني

يستعرض الفصل الثاني النظريات المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية، مع التركيز على أبرز النظريات المالية التي تفسر كيفية تأثير مكونات الهيكل المالي على أداء المؤسسات في الأسواق المالية وتتضمن هذه النظريات نظرية ميلر وموديغلياني التي تشير إلى أن قيمة الشركة لا تتأثر بقرار التمويل بالدين أو بالملكية في ظل أسواق مثالية، حيث تكون قيمة الشركة مستقلة عن هيكل المالي، كما تطرقت الدراسة إلى نظرية الوكالة التي تربط بين التحديات الناتجة عن فصل الملكية عن الإدارة وتأثيراتها على الهيكل المالي، إضافة إلى نظرية الإفلاس التي تفترض أن زيادة الديون ترفع من احتمالية الإفلاس، مما يؤثر سلبًا على القيمة السوقية للشركات بسبب زيادة المخاطر المالية المرتبطة بزيادة الدين.

أما في الجزء المتعلق بالدراسات السابقة، فقد تم استعراض مجموعة من الأبحاث التي تناولت العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية في مختلف الأسواق، تشير الدراسات إلى أن هناك تأثيرا واضحًا لمحددات الهيكل المالي مثل نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل وهيكل الأصول على القيمة السوقية للشركات. كما أوضحت بعض الدراسات تباين هذا التأثير وفقًا للسياق الاقتصادي والجغرافي، مع التركيز على المؤسسات المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي التي تتسم بتطور ملحوظ في هياكلها المالية، مما يساهم في تعزيز قيمتها السوقية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لعينة من دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (2015-2021)

تمهيد

بعد استعراض الأدبيات النظرية التي تم التركيز عليها في الفصلين السابقين وذلك بهدف تحقيق هدف الدراسة والمتمثل في توضيح أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، ليأتي هذا الفصل لإسقاط الجانب النظري على الواقع، ودراسته قياسيا في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، وبغيت الوصول الى هذه الأهداف تم الاعتماد على القوائم المالية وقواعد البيانات، وجمعها تحليلها بالاعتماد على نماذج البانل (Panel Data Models)

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث أساسية

البحث الأول: نظرة عامة حول أسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي؛

المبحث الثاني: الإجراءات المنهجية للدراسة القياسية؛

المبحث الثالث: تقدير نموذج الدراسة ومناقشة النتائج.

المبحث الأول: نظرة عامة حول أسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي

بغية التعرف على أسواق رأس المال الخاصة بدول مجلس التعاون الخليجي سيتم تقسيم هذا المبحث على النحو التالي:

المطلب الأول: نشأة الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي

تمثل الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي أحد الركائز الأساسية للنمو الاقتصادي، حيث تلعب دورا حيويا في تعبئة المدخرات وتوجيه الاستثمارات نحو القطاعات الإنتاجية. وقد شهدت هذه الأسواق تطورات ملحوظة على مر العقود، ما جعلها أكثر تكاملا وكفاءة. وفي هذا الإطار، سنستعرض نشأة وتطور الأسواق المالية في دول المجلس، بدءا من دراسة كل سوق على حدة.

أولا: سوق عمان للأوراق المالية (بورصة عمان)

يمكن تلخيص أهم الأحداث الخاصة بسوق الأوراق المالية لسلطنة عمان في الجدول الموالي:

الجدول 3-1: مراحل تطور سوق عمان للأوراق المالية

السنة	الأحداث
1999	تم إنشاء بورصة عمان في 11 مارس 1999، وذلك بتصنيف مستقل وغير ربحي مرخص للعمل كمنصة منظمة لتداول الأوراق المالية داخل عمان.
2017	تحولت بورصة عمان إلى شركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للمملكة وتعتبر شركة بورصة عمان بمثابة الخلف القانوني والتشغيلي الرئيسي لبورصة عمان السابقة، يشرف على حوكمة شركة بورصة عمان مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء تعينهم الجمعية العامة إلى جانب مدير تنفيذي متخصص في الإدارة اليومية والإشراف على عمليات البورصة.

المصدر: (بورصة عمان)

ثانيا: سوق البحرين للأوراق المالية (بورصة البحرين)

بورصة البحرين هي سوق ذاتية التنظيم تقدم العديد من المنتجات والخدمات المالية مثل الإدراج والتداول والتسوية، وتترجم ركائز النمو في سوق البحرين للأوراق المالية في تعزيز بيئة ديناميكية تعزز الإبداع والابتكار والتعاون وروح الريادة، مما يوفر في نهاية المطاف أرضًا خصبة لفرص الاستثمار.

تأسست بورصة البحرين في عام 1987، وتتمتع بتاريخ حافل من الخدمات والمنتجات المبتكرة الرائدة، ويعزى ذلك إلى الدعم الذي تقدمه الحكومة البحرينية والتعاون بين المتداولين، وقد تحولت بورصة البحرين الي شركة مساهمة مقفلة في سنة 2010. وتتولى بورصة البحرين أدواراً هامة في مختلف المنظمات الإقليمية والدولية، بما في ذلك الاتحاد العالمي للبورصات، مما يعزز مكانتها في الأسواق المالية العالمية. (بورصة البحرين)

ثالثا: سوق دبي المالي

شركة سوق دبي المالي هي شركة مساهمة عامة تأسست في دبي (الإمارات العربية المتحدة)، تمتلك الشركة تراخيص متعددة تتيح لها مزاولة أنشطة متنوعة بما في ذلك بيع وشراء الأدوات المالية، بالإضافة إلي العمل كشركة قابضة وائتمانية للأغراض التجارية والصناعية والزراعية، والعمل كوسيط مالي في تداول الأسهم والسندات المحلية والأجنبية مع خيارات لتقديم الاستشارات المالية. تلتزم الشركة بشكل صارم بمبادئ الشريعة الإسلامية في جميع عملياتها واستثماراتها.

تُتداول أسهم شركة سوق دبي المالي علنًا في بورصة دبي. وتُعنى الشركة بإدارة عمليات سوق دبي للأوراق المالية وعمليات المقاصة المرتبطة بها، بالإضافة إلى تنفيذ مختلف الأنشطة الاستثمارية مع امتلاك حكومة الإماراتية للسيطرة على البورصة بنسبة 80%. (سوق دبي المالي)

رابعا: بورصة الكويت

تقوم بورصة الكويت بإدارة سوق المالي الوطني في البلاد، ولعبت دورًا محوريًا في تعزيز المشاركة والنمو والابتكار في سوق رأس المال الكويتي منذ 2016، بالإضافة إلى دعم هيئة أسواق المال والمصدرين والمستثمرين.

ساهمت بورصة الكويت بشكل جيد في تطوير سوق رأس المال الكويتي وتنويع الاقتصاد بما يتماشى مع رؤية الكويت 2035، وذلك من خلال إتباع مهمة إستراتيجية تهدف إلى التنسيق مع المعايير الدولية، كما قدمت بورصة الكويت أدوات استثمارية مبتكرة وتحسين الشفافية وإعادة هيكلة السوق لتعزيز قدرتها التنافسية والسيولة.

باعتبارها رائدة في المجال، خضعت البورصة لعملية خصخصة بحيث تمت المرحلة الأولى في فيفري 2019، حيث تم بيع حصة قدرها 44٪ إلى بورصة دولية وشركات استثمار كويتية. وتم الانتهاء من المرحلة النهائية في ديسمبر 2019 بطرح عام لنسبة 50% من هيئة أسواق المال للمواطنين الكويتيين،

والذي تجاوز الاكتتاب فيه 850% وهذا ما جعل بورصة الكويت البورصة الوحيدة المملوكة للقطاع الخاص في الشرق الأوسط (بورصة الكويت).

خامسا: بورصة قطر

يمكن تلخيص مراحل بورصة قطر في الجدول التالي:

الجدول رقم 3-2: مراحل تطور بورصة قطر

السنة	الأحداث
1997	بداية المعاملات بصفة رسمية وذلك بعد ادراج 17 مؤسسة في سوق الدوحة للأوراق المالية
2001	تم افتتاح التداول الآلي وذلك باعتماد على تقنيات التحليل الفني والنماذج الرياضية لاتخاذ قرارات التداول بشكل تلقائي والمعروف بنظام هورايزن
2002	إطلاق الموقع الرسمي للسوق المالي
2005	السماح للمستثمرين الأجانب بامتلاك ما يصل إلى 25% من أسهم المؤسسات القائمة والمدرجة في بورصة الأوراق المالية.
2006	انضمام البورصة القطرية في أهم منظمة في مجال الرقابة المالية والدولية وهي لمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، بالإضافة إلى تغيير الحدود السعرية للسهم من 5% الى 10% سواء بالارتفاع أو الانخفاض.
2007	تم تنفيذ خطوة هامة لبورصة قطر حيث تم قبولها كعضو مراسل في الاتحاد العالمي للبورصات، وقد جاء هذا الاعتراف نتيجة سياسة التطوير والتعزيز في سوق القطري وتوجيهه نحو الانفتاح الدولي. وقع هذا الاعتراف خلال الاجتماع السنوي لمجلس إدارة الاتحاد الذي أقيم في شنغهاي في تاريخ 14 أكتوبر 2007.
2008	شهدت الأسواق المالية العالمية العديد من الأحداث المحورية في هذه السنة والتي أثرت بشكل كبير على البورصات وحركة التداول، إلا أن رد فعل السوق القطري كان إيجابيًا بشكل عام على هذه الأحداث

	في هذا السياق، قامت بورصة قطر بتنفيذ خطط إستراتيجية استهدفت تعزيز التطور الرأسي والأفقي في البورصة، حيث ركزت على الاستثمار في تطوير القوى العاملة وتوفير بيئة استثمارية تشجع على دخول المزيد من المؤسسات الى سوق المالي.
2009	تم إبرام اتفاقية شراكة بين جهاز قطر للاستثمار ومجموعة NYSE Euronext. هذه الاتفاقية كانت نقطة تحول هامة في تطور بورصة قطر، حيث تم تغيير اسم سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة قطر عند إبرام هذا الاتفاق.
2010	شهدت منصات التداول عبر العالم العديد من التطورات خاصة بعد تطبيق أحد التكنولوجيات الموجودة في التداول، الأمر الذي جعل البورصة القطرية تستخدم التكنولوجيا المستخدمة في بورصة نيويورك ومجموعة بورصات Euronext.
2011	طرح سوق أدوات مالية وبالتحديد أدوات الدين، مما يمثل أول ظهور لإدراج أذونات الخزينة، إلى جانب بدء آلية التسليم مقابل الدفع.
2012	توسيع نطاق المؤسسات المدرجة في البورصة من خلال التركيز على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إطلاق سوق خاص بهذه الفئة "سوق الشركات الناشئة"
2013	تمكنت بورصة قطر من تحقيق إنجاز مهم حيث حصلت على ترقية إلى وضع الأسواق الناشئة من قبل MSCI. وبالمثل قامت وكالة ستاندرد آند بورز داو جونز بترقية تصنيف البورصة إلى نفس الوضع. بالإضافة إلى ذلك، تضمنت الإنجازات الملحوظة لبورصة قطر في عام 2013 طرح السندات، والحصول على العضوية الكاملة في الاتحاد العالمي للبورصات.
2015	ترقية بورصة قطر من قبل FTSE إلى تصنيف سوق ناشئة.
2016	انضمام بورصة قطر إلى مبادرة (SSEI) والتي أطلقتها الأمم المتحدة بهدف تشجيع البورصات على الاهتمام بقضايا التنمية المستدامة
2018	من خلال تسليط الضوء على الإنجازات الكبيرة التي حققتها بورصة قطر في عام 2018، تمكنت البورصة القطرية من باعتبارها البورصة الأفضل أداءً على مستوى العالم. كما استطاعت البورصة إدراج صناديق الاستثمار المتداولة الأولى في قطر، والتي كانت الأكبر بين دول مجلس التعاون الخليجي. علاوة على ذلك، قدمت بورصة قطر منصة رائدة لتقارير الاستدامة، مؤكدة دورها كرائد عالمي في دعم المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG).

2019	قامت بورصة قطر بتنفيذ عملية تسمح بتجزئة أسهم الشركات المدرجة، وتقديم ندوات لتوعية المساهمين حول هذا الإجراء. أدى إدراج شركة "بلدنا" في بورصة قطر إلى زيادة عدد الشركات في السوق إلى 47 شركة قطرية للمساهمة العامة. ودعماً للتثقيف المالي والاستدامة، أطلقت بورصة قطر مسابقة للطلاب الجامعيين، تهدف إلى تعزيز الوعي بين جيل الشباب بما يتوافق مع أهداف رؤية قطر الوطنية 2030.
2020	تم تكريم بورصة قطر لجهودها المتميزة في مجال المسؤولية الاجتماعية، حيث حصلت على جائزة أفضل مؤسسة مالية محلية. كشفت البورصة عن موقع إلكتروني متطور ومجهز بأدوات وخدمات حديثة لتقديم خدمة أفضل لمجتمع المستثمرين في الداخل والخارج. وقد حصل الموقع على شهادة "مركز مدى للنفاذ الرقمي"، مما يؤكد التزامه بتوفير وصول رقمي شامل للمستثمرين، بما في ذلك الأشخاص ذوي الاحتياجات الخاصة وكبار السن. أطلقت البورصة منصة إفصاح، وهو نظام إفصاح إلكتروني موحد، لتسهيل عملية الإفصاح للشركات المقيدة. وفي ظل جائحة كوفيد-19، أطلقت البورصة برنامجًا للتعلم عن بعد، حيث قدمت دورات تعليمية مالية عبر الإنترنت للجمهور، حيث استفاد من المبادرة حوالي 10000 مشارك منذ عام 2016.
2021	بداية بورصة قطر أنشطة صانع السوق على صندوق الريان قطر المتداول، وذلك بهدف الحفاظ على السيولة والأسعار العادلة للمستثمرين. طرحت بورصة قطر مؤشر الاستدامة البيئية والاجتماعية والمؤسسية (ESG)، الذي يضم أفضل 20 شركة ذات تقييمات عالية في مجال البيئة والاجتماع والحوكمة المؤسسية، كما أطلقت بورصة قطر سوق مخصص لإدراج الشركات الصغيرة والمتوسطة.
2022	في الذكرى السنوية الخامسة والعشرين لتأسيس البورصة القطرية، تم تكريم الموظفين الذين لديهم أكثر من 20 عامًا من الخدمة.
2023	أطلقت بورصة قطر منصة تداول جديدة مع تكنولوجيا متقدمة مما يضمن أداءً عاليًا وحلول تقنية متطورة، وتقوم هذه المنصة على نفس التكنولوجيات المطبقة في بورصة لندن

	قامت بورصة قطر بإطلاق نشاط البيع على المكشوف المغطى، من أجل خلق آلية جديدة للاستثمار، وكذلك قامت بإدراج شركات بقيمة سوقية إجمالية تقدر بنحو 25 مليار ريال.

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على موقع (بورصة قطر)

سادسا: بورصة المملكة العربية السعودية (تداول)

تعد السوق المالية السعودية (تداول) مركزا رئيسيا لإدراج الأوراق المالية وتداولها باعتبارها أكبر سوق مالي في دول مجلس التعاون الخليجي والشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وتلعب دورا رئيسيا في خطط النمو طويلة المدى من خلال تقديم فرص استثمارية متنوعة وجذابة، تحتل تداول المرتبة الثالثة بين الأسواق الناشئة بالإضافة الى اعتبارها أكبر الأسواق بين أعضاء الاتحاد الدولي للبورصات البالغ عددهم 67 عضوًا.

وبحلول نوفمبر 2022، كان لديها 345 ورقة مالية مدرجة عبر منصات مختلفة بقيمة سوقية تبلغ 2.72 تريليون دولار، وتستفيد البورصة من دعم المجموعة لتعزيز الخدمات وجذب المستثمرين وتعزيز مكانتها كبورصة رائدة ويدعم هذا التكامل أيضا تطوير شركات المجموعة الأخرى (تداول السعودية).

المطلب الثاني: مؤشرات الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي

تعتبر مؤشرات الأسواق المالية من الأدوات الرئيسية التي تعكس أداء البورصات ومدى تطور الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، وتعكس هذه المؤشرات تحركات الأسعار وأحجام التداول مما يساعد المستثمرين وصناع القرار في تحليل الاتجاهات الاقتصادية وتقييم المخاطر والفرص المتاحة في الأسواق المالية. وفي هذا الإطار، سيتم استعراض أهم المؤشرات الخاصة بكل بورصة من بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، بدءا بمؤشر بورصة عمان.

أولا: مؤشر بورصة عمان

1. تاريخ مؤشر بورصة عمان:

بدأ سوق عمان للأوراق المالية باحتساب مؤشر غير مرجح لأسعار الأسهم يشمل 38 شركة من مختلف القطاعات المدرجة في البورصة، حيث تم تحديد قيمة المؤشر الأساسية عند 100 نقطة في بداية العام 1980، ليتم تعديلها إلى 1000 نقطة في عام 2004. بالإضافة إلى المؤشر العام (Amman Stock Exchange General Index) تم احتساب مؤشرات قطاعية تشمل البنوك، والصناعة لإعطاء مجال أوسع للمستثمرين والمحللين لتتبع وتحليل أداء قطاعات محددة داخل الاقتصاد العماني.

بعد إجراء العديد من الدراسات، بدأ سوق عمان للأوراق المالية باحتساب مؤشر مرجح بالقيمة السوقية يعتمد على عينة من 100 شركة بحلول عام 2007، وقد تم اختيار العينة بناء على معايير تشمل القيمة السوقية، معدل دوران السهم، حجم التداول، وعدد الأسهم المتداولة، مع مراعاة التمثيل القطاعي (بورصة عمان).

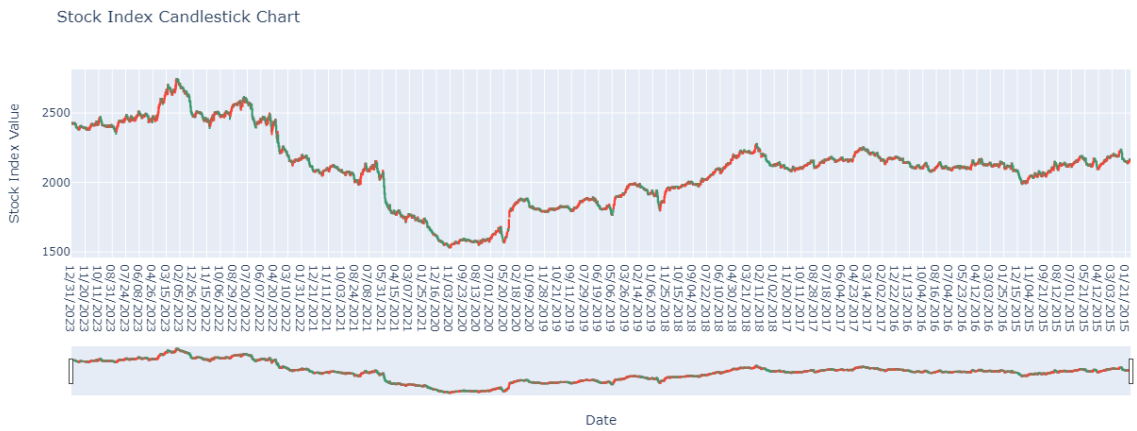
2. تطورات المؤشر:

تماشيًا مع المعايير العالمية المنتهجة والمطبقة في أسواق الخارجية مثل Dow Jones و S&P، طورت بورصة عمان مؤشرًا جديدًا يعتمد على الأسهم المعروضة للتداول، مما يقدم تمثيلًا أفضل لتحركات الأسعار ويخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة مما يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على المؤشر (بورصة عمان).

3. احتساب المؤشرات:

يتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بصفة يومية وذلك بناءً على آخر سعر إغلاق متوفرة للشركات ضمن العينة، بالإضافة إلى قيام الهيئة المشرفة على لضمان دقة التمثيل وذلك من خلال مراجعة العينة كل 3 أشهر، مع إمكانية إجراء تعديلات طارئة في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراجها. يتم تعديل الأرقام القياسية لاستبعاد تأثير العوامل غير المرتبطة بتغير أسعار الأسهم ولضمان أن تعكس المؤشرات التغيرات الحقيقية في أسعار الأسهم فقط (بورصة عمان).

الشكل3-1: مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة عمان



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يمثل الشكل رقم 3-1 مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة عمان (Amman Stock Exchange General Index)، ويُستخدم مخطط الشموع اليابانية بشكل شائع في التحليل الفني للأسواق المالية لمتابعة حركة الأسعار على مدى فترة زمنية معينة.

في الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى سنة 2016، شهد الاقتصاد العماني استقرارًا نسبيًا وسط تباطؤ النمو الاقتصادي العالمي وانخفاض أسعار النفط والتي وصلت إلى حدود 40 دولار مقابل 103 دولار في عام 2014، والذي الزم السلطنة لاتخاذ مجموعة من إجراءات والتي كان من ابرزها تخفيض الإنفاق بحوالي 15% (بن عابد الخروصي، 2018، صفحة 05)

أما في الفترة الممتدة من سنة 2017 إلى سنة 2018، بدأت أسعار النفط في التعافي وزاد النشاط الاقتصادي في سلطنة عمان مع إطلاق مشاريع حكومية ضخمة مثل مشروع العبدلي الجديد وتطوير البنية التحتية في العاصمة الأردنية عمان، وهذا ما أظهر الشموع اليابانية الطويلة الصاعدة (الشموع الخضراء) لتعكس زيادة كبيرة في الأسعار نتيجة التفاؤل الاقتصادي.

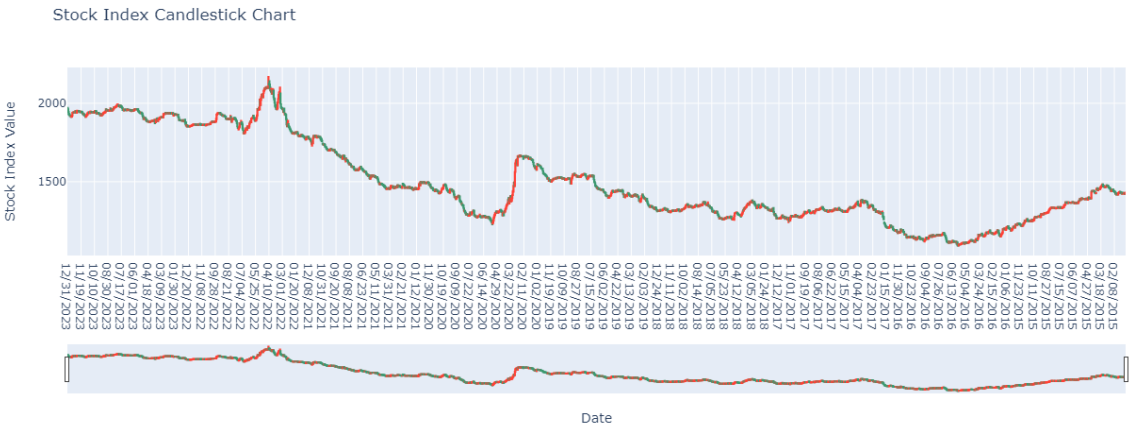
جاءت الفترة 2020 مع جائحة COVID-19 التي أثرت بشكل كبير على الاقتصاد العالمي والمحلي، حيث فرضت قيود الإغلاق الخاصة بالجائحة تباطأ النشاط الاقتصادي بشكل حاد، وهو ما عكسته الشموع الحمراء الكبيرة التي أظهرت تراجع الأسعار نتيجة تأثيرات الجائحة وإجراءات الإغلاق، ومع بدء التعافي من جائحة COVID-19 في 2021، وبدء حملات التطعيم وإعادة فتح الاقتصاديات، مما ساهم في بداية التعافي التدريجي للمؤشر حيث ظهرت شموع خضراء تشير إلى ارتفاع الأسعار،

في عام 2022، تأثر الاقتصاد بتضخم عالمي وزيادة في أسعار الفائدة واضطرابات في سلاسل التوريد العالمية. شهد المؤشر تذبذبًا واضحًا مع فترات من الارتفاع والانخفاض، أما في الفترة 2023، ظهرت شموع خضراء أكثر استقرارًا وأقل تقلبًا مقارنة بالفترات السابقة، مما يعكس التحسن الاقتصادي العام.

ثانيا: مؤشر سوق البحرين للأوراق المالية

يمثل الشكل الموالي مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة البحرين

الشكل رقم 3-2: مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة البحرين



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يمثل الشكل رقم 3-2 مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة البحرين (Bahrain Stock Exchange General Indexمن بداية 2015 إلى أواخر 2023. يُستخدم مخطط الشموع اليابانية بشكل شائع في التحليل الفني للأسواق المالية لمتابعة حركة الأسعار على مدى فترة زمنية معينة. يمكن تحليل المخطط كما يلي:

الفترة من 2015 إلى 2016: شهدت هذه الفترة استقرارا نسبيا في مؤشر بورصة البحرين مع بعض التقلبات، حيث كان الاقتصاد العالمي يعاني من تباطؤ في النمو وانخفاض أسعار النفط التي أثرت بشكل كبير على اقتصادات دول الخليج بما في ذلك البحرين، وهذا ما يعكس طبيعة الشموع اليابانية فهي تعكس في هذه الفترة الاستقرار مع تقلبات طفيفة صعودًا وهبوطا.

الفترة من 2017 إلى 2018: بدأت أسعار النفط في التعافي خلال هذه الفترة، مما أدى إلى تحسن في الأداء الاقتصادي لدول الخليج وهو ما يعكس الشموع اليابانية الطويلة الصاعدة (الشموع الخضراء) خلال هذه الفترة زيادة في الأسعار نتيجة للتفاؤل الاقتصادي وتحسن الظروف السوقية.

الفترة من 2019 إلى 2020: في نهاية 2019 وبداية 2020، تأثر الاقتصاد العالمي بشكل كبير بسبب جائحة COVID-19 وذلك بسبب فرض قيود الإغلاق وتباطأ النشاط الاقتصادي بشكل حاد. ينعكس هذا التأثير في الشموع الحمراء الكبيرة التي أظهرت تراجع الأسعار نتيجة لتداعيات الجائحة والإجراءات الاحترازية.

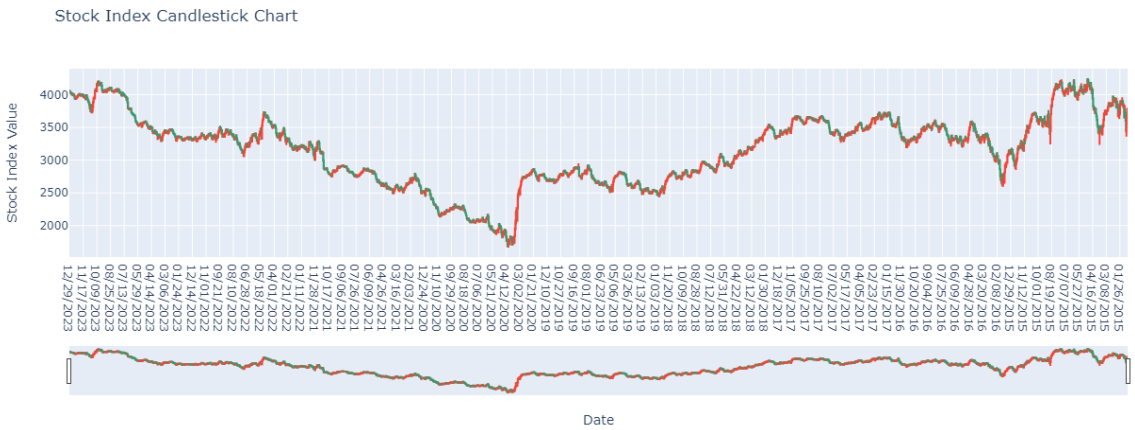
الفترة من 2021 إلى 2022: مع بدء حملات التطعيم وإعادة فتح الاقتصاديات بدأ التعافي التدريجي للمؤشر، مما جعل الشموع خضراء تشير إلى ارتفاع الأسعار وهذا ما يعكس تحسن الثقة في السوق وعودة النشاط الاقتصادي. في عام 2022 تأثر الاقتصاد العالمي بالتضخم وزيادة أسعار الفائدة واضطرابات سلاسل التوريد، مما أدى إلى تذبذب واضح في المؤشر.

الفترة من 2023 إلى أواخر 2023: خلال هذه الفترة، شهد المؤشر تحسنًا واستقرارًا نسبيًا مقارنة بالفترات السابقة. ظهرت الشموع الخضراء أكثر استقرارًا وأقل تقلبًا، مما يعكس التحسن الاقتصادي العام والانتعاش من تأثيرات الجائحة وتداعياتها.

ثالثا: مؤشر بورصة دبي المالي

تم إنشاء مؤشرات الخاصة بسوق الإماراتي للأوراق المالية لعرض أداء الشركات المدرجة في سوق دبي المالي، توفر هذه البيانات للمشاركين في السوق مجموعة شاملة ومتكاملة من المؤشرات التي تغطي الأداء العام للسوق، وأداء الشركات المتوافقة مع أحكام الشريعة (المؤشر الشرعي)، ومؤخراً المؤشر الشرعي لسوق دبي المالي، وقد تم اختيار مؤشرات S&P Dow Jones كوكيل لحساب المؤشرات وفقا للمنهجية المعمول به، مع الاحتفاظ بسجلات القيمة السوقية والتداول الحر لمكونات المؤشر كما هو محدد في إجراءات الحساب. بالإضافة إلى ذلك، يتولى S&P DJI إعادة التوازن لمكونات المؤشر وتحديثات إجراءات وأحداث الشركات (سوق دبي المالي).

الشكل 3-3: مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لسوق دبي المالي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يمثل الشكل رقم 3-3 مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة دبي المالي، وعلى مدى فترة زمنية من 2015 الي 2023 معينة يمكن استخلاص النقاط التالي:

- الفترة 2015-2016: شهد المؤشر تقلبات طفيفة مع بعض فترات الصعود نتيجة التفاؤل بمشاريع التنمية الاقتصادية، تعكس الشموع اليابانية القصيرة ذات الفتائل الصغيرة استقرار السوق النسبي.
- الفترة 2017-2018: شهد المؤشر ارتفاعًا ملحوظًا مع ظهور شموع صاعدة طويلة، تعكس هذه الفترة تفاؤل المستثمرين بتحسن الوضع الاقتصادي وزيادة النشاط التجاري.
- الفترة 2019-2020: هبوط حاد في المؤشر خلال هذه الفترة، حيث تظهر الشموع الحمراء الكبيرة تراجع الأسعار نتيجة تأثيرات الجائحة، فترة من عدم الاستقرار الاقتصادي أثرت على حركة المؤشر بشكل واضح.
- الفترة 2021: شهد المؤشر تعافيا تدريجيا، مع ظهور شموع خضراء تشير إلى ارتفاع الأسعار نتيجة تحسن النشاط الاقتصادي والتجاري.
- الفترة 2022: شهد المؤشر تذبذبًا ملحوظا مع فترات من الارتفاع والانخفاض، تعكس الشموع اليابانية المتقلبة هذه التغيرات الاقتصادية وتأثيراتها على السوق.
- الفترة 2023: استقرار نسبي في المؤشر مع ميل نحو الصعود، بحيث تظهر شموع خضراء أكثر استقرارا وأقل تقلبا، مما يعكس التحسن الاقتصادي العام وزيادة ثقة المستثمرين.

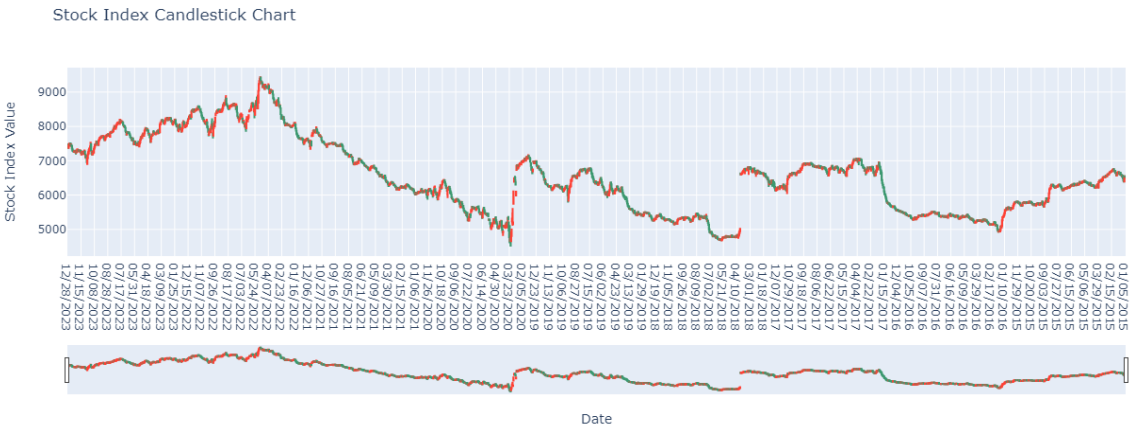
رابعا: مؤشر بورصة الكويت

تطبق سوق الكويت للأوراق المالية معايير محددة لإدراج الشركات ضمن مؤشر BK Main 50 تتم إضافة الشركات أو إزالتها بناءً على متوسط قيمة التداول اليومي (ADTV)، والذي يتم نشره خلال مراجعة السوق السنوية ويتبع الحساب المرجح للمؤشر منهجية عائد السعر وقد بلغت القيمة الأساسية للمؤشر 5000 دينار كويتي.

للتأهل الإدراج في BK Main 50، يجب أن تكون الشركات مدرجة في السوق الرئيسية وأن تكون ضمن أفضل 50 شركة من حيث ADTV، ويتم تقييم الشركات بناءً على أدائها حتى آخر يوم تداول في شهر ديسمبر.

يمكن أن تؤثر بعض إجراءات الشركات مثل عمليات الاستحواذ والاندماج وتوقف التداول وإصدار الأسهم المجانية والأرباح النقدية على حساب المؤشر وتحتفظ بورصة الكويت بالحق في تعديل المؤشر استجابة لهذه الأحداث (بورصة الكويت).

الشكل رقم 3-4: مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة الكويت



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يقدم الشكل رقم 3-4 مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة الكويت (Kuwait Stock Exchange General Index) من بداية 2015 إلى أواخر 2023، من خلال المخطط السابق تم التوصل إلى ما يلي:

الفترة من 2015 إلى 2016:

- **مستوى المؤشر** :بدأ المؤشر عند مستوى قريب من 7000 نقطة.
- **التقلبات** :شهد المؤشر تقلبات طفيفة تراوحت بين 6500 و7000 نقطة.
- **الحركة العامة** :أظهر المؤشر حركة أفقية مستقرة مع بعض الانخفاضات الطفيفة، مما يشير إلى استقرار نسبي في السوق خلال هذه الفترة.

الفترة من 2017 إلى 2018:

- **اتجاه المؤشر** :بدأ المؤشر بالارتفاع التدريجي في عام 2017.
- **النقاط الرئيسية** :وصل المؤشر إلى حوالي 7500 نقطة في منتصف 2017، واستمر في الصعود ليبلغ حوالي 9000 نقطة في بداية 2018.

- **الانخفاض** :شهد المؤشر بعد ذلك تراجعًا تدريجيًا ليصل إلى حوالي 6000 نقطة في أواخر 2018، مما يعكس تصحيحًا كبيرًا في السوق.

الفترة من 2019 إلى 2020:

- **التأثيرات الخارجية** :تأثر المؤشر بشكل كبير بجائحة COVID-19 في 2020.
- **التقلبات الحادة** :انخفض المؤشر إلى حوالي 5000 نقطة في منتصف 2020، متأثرًا بالتحديات الاقتصادية والإجراءات الاحترازية المتخذة للحد من انتشار الفيروس.
- **الحركة العامة** :عكست هذه الفترة تقلبات حادة ناتجة عن الأزمة الصحية العالمية.

الفترة من 2021 إلى 2022:

- **التعافي** :بدأ المؤشر بالتعافي في بداية 2021، ليصل إلى حوالي 6000 نقطة.
- **الاستمرار في الارتفاع** :استمر التعافي التدريجي ليصل المؤشر إلى حوالي 7000 نقطة في نهاية 2021.
- **التقلبات في 2022** :شهد المؤشر تقلبات واضحة بين 6500 و7500 نقطة، مما يعكس جهود إعادة فتح الاقتصادات وتحفيز النشاط الاقتصادي بعد تأثيرات الجائحة.

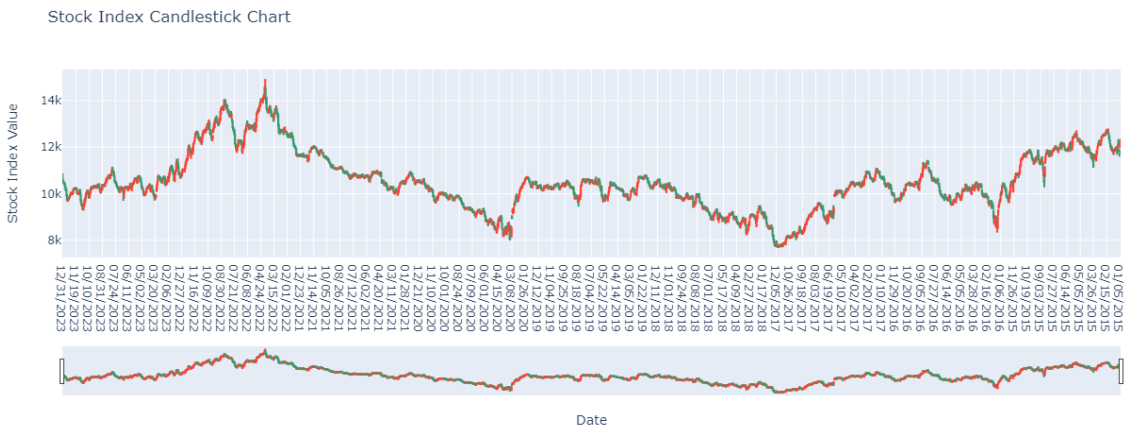
الفترة من 2023 إلى أواخر السنة:

- **التحسن التدريجي** :استمر المؤشر في التحسن التدريجي ليصل إلى حوالي 7500 نقطة.
- **التذبذب** :شهد المؤشر بعض التذبذب خلال الفترة الأخيرة من السنة، لكنه استقر حول مستوى 7000 نقطة.
- **الاستقرار** :يعكس هذا الاستقرار النسبي تحسن الظروف الاقتصادية العامة وثقة المستثمرين في السوق، على الرغم من وجود بعض التقلبات الناتجة عن العوامل الخارجية والداخلية.

خامسا: مؤشر بورصة قطر

يمثل الشكل الموالي مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة قطر (Qatar Stock Exchange General Index) من بداية 2015 إلى أواخر 2023.

الشكل رقم3-5: مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة قطر



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

من الشكل السابق يمكن استخلاص ما يلي:

في الفترة الممتدة من بداية 2015 إلى نهاية 2016، بدأ المؤشر عند مستوى حوالي 12000 نقطة، وقد شهد المؤشر تقلبات ملحوظة خلال هذه الفترة حيث انخفض إلى مستوى قريب من 9000 نقطة في أوائل 2016، ويعكس هذا الانخفاض الكبير التباطؤ الاقتصادي العالمي وانخفاض أسعار النفط التي كانت عند حدود 40 دولارًا في تلك الفترة مقارنة بـ 103 دولارات في عام 2014.

في عام 2017، شهد المؤشر انتعاشًا ملحوظًا حيث ارتفع تدريجيا ليصل إلى قمة بلغت حوالي 14000 نقطة في منتصف عام 2018، وقد تعكس هذه الزيادة الكبيرة التفاؤل الاقتصادي والنمو في أسعار النفط.

شهد المؤشر في بداية عام 2019 بعض الانتعاش ليصل إلى حوالي 11000 نقطة، إلا أنه شهد تقلبات حادة في منتصف العام لينخفض إلى حوالي 9000 نقطة.

تأثر المؤشر بشكل كبير بجائحة COVID-19 في عام 2020، حيث شهد انخفاضًا حادًا إلى حوالي 8000 نقطة في منتصف العام، وتعكس هذه الفترة التأثير الكبير للجائحة على الأسواق العالمية والمحلية، وتباطؤ النشاط الاقتصادي نتيجة للإجراءات الاحترازية والإغلاقات.

مع بداية عام 2021، بدأ المؤشر في التعافي تدريجيًا ليصل إلى حوالي 10000 نقطة، وقد استمر في التعافي طوال العام ليصل إلى حوالي 12000 نقطة في نهاية 2021. في عام 2022، شهد المؤشر

تقلبات واضحة حيث تراوح بين 11000 و13000 نقطة وذلك نتيجة الجهود الحكومية لإعادة فتح الاقتصاد، حملات التطعيم وتحفيز النشاط الاقتصادي. في الوقت نفسه، تعكس التقلبات المستمرة تأثيرات التضخم العالمي وزيادة أسعار الفائدة واضطرابات سلاسل التوريد العالمية.

استمر المؤشر في التحسن ليصل إلى حوالي 13000 نقطة. على الرغم من ذلك، شهد المؤشر بعض التذبذب في منتصف العام ولكنه استقر حول مستوى 12000 نقطة في أواخر 2023 ويعكس هذا الاستقرار النسبي تحسن الظروف الاقتصادية العامة وثقة المستثمرين في السوق، على الرغم من وجود بعض التقلبات الناتجة عن العوامل الخارجية والداخلية.

سادسا: مؤشر بورصة تداول السعودية

يمثل الشكل الموالي رقم 3-6 مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة السعودية الرئيسي.

الشكل رقم 3-6: مخطط الشموع اليابانية لمؤشر العام لبورصة السعودية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

من الشكل السابق يمكن استخلاص ما يلي:

الفترة الممتدة من 2015 إلى 2016: خلال هذه الفترة، شهد الاقتصاد السعودي تحديات كبيرة بسبب انخفاض أسعار النفط بشكل حاد، حيث وصلت إلى حدود 30-40 دولارًا للبرميل بعد أن كانت تتجاوز 100 دولار في عام 2014 هذه الفترة تميزت بتباطؤ النمو الاقتصادي وزيادة الضغوط المالية على المملكة العربية السعودية.

الشموع الحمراء الطويلة في هذه الفترة تعكس انخفاضات كبيرة في المؤشر نتيجة لتدني أسعار النفط والتأثيرات السلبية على الاقتصاد المحلي.

الفترة الممتدة من 2017 إلى 2018: بدأت أسعار النفط في التعافي تدريجيًا خلال هذه الفترة مما أدى إلى تحسين الأوضاع الاقتصادية في المملكة، كما أن رؤية السعودية 2030 التي أطلقت في 2016 بدأت تؤثر إيجابياً على الأسواق من خلال تعزيز الاستثمارات وتحفيز النمو الاقتصادي.

ظهور شموع خضراء طويلة يعكس زيادة كبيرة في الأسعار نتيجة لتفاؤل المستثمرين وتحسن الأوضاع الاقتصادية، مما أدى إلى ارتفاعات ملحوظة في المؤشر.

الفترة الممتدة من 2019 إلى 2020: شهدت هذه الفترة تقلبات ملحوظة. في بداية 2020، تراجعت أسعار النفط مرة أخرى بسبب حرب الأسعار بين السعودية وروسيا، ثم جاءت جائحة COVID-19 لتضيف المزيد من الضغوط على الاقتصاد العالمي والمحلي.

الشموع الحمراء الطويلة في بداية 2020 تعكس الهبوط الحاد في الأسعار نتيجة للأزمات المزدوجة (أسعار النفط وجائحة COVID-19)، مما أدى إلى تراجع كبير في المؤشر.

الفترة الممتدة من 2021 إلى 2022: مع بدء التعافي من جائحة COVID-19، وانتشار حملات التطعيم وإعادة فتح الاقتصاديات العالمية، بدأت الأسواق المالية بالتعافي كما أن أسعار النفط شهدت تحسنًا ملحوظًا خلال هذه الفترة.

ظهور شموع خضراء يشير إلى الارتفاع التدريجي في الأسعار، مما يعكس الثقة المتزايدة في الأسواق والتعافي الاقتصادي.

الفترة الممتدة من 2022 إلى 2023: شهدت هذه الفترة تضخمًا عالميًا وزيادة في أسعار الفائدة، بالإضافة إلى اضطرابات في سلاسل التوريد مما سمح بتذبذب واضح في الأسواق المالية.

تذبذب الشموع بين الأحمر والأخضر يعكس تقلبات الأسواق بين فترات الارتفاع والانخفاض. وفي أواخر 2023، أصبحت الشموع الخضراء أكثر استقرارًا وأقل تقلبا، مما يشير إلى تحسن نسبي في الأوضاع الاقتصادية واستقرار الأسواق.

المطلب الثالث: رؤية مستقبلية لبورصات دول مجلس التعاون الخليجي

في ظل التطورات الاقتصادية والتكنولوجية المتسارعة، أصبحت التنبؤات المالية أداة ضرورية لفهم توجهات الأسواق المالية وصياغة استراتيجيات استثمارية فعالة. ومن هذا المنطلق، سيتم في هذا المطلب تقديم رؤية مستقبلية لبورصات دول مجلس التعاون الخليجي، وذلك بالاعتماد على تقنيات الذكاء الاصطناعي وبالتحديد الشبكات العصبية طويلة الذاكرة (LSTM).

أولا: رؤية مستقبلية للبورصة العمانية

تعمل الشبكات العصبية الاصطناعية على محاكاة وظيفة الخلايا العصبية في الدماغ البشري، يتم إنشاؤها باستخدام برامج حاسوبية تهدف إلى تقليد عمل الخلايا البيولوجية الحقيقية، وذلك من خلال استخدام نماذج رياضية لمعالجة المدخلات المقدمة للشبكة(Aishath & Geetha, 2023, pp. 18–19) .

بعد استخدام الوحدات المتكررة ذات البوابات (GRU) والشبكة العصبية ذات الذاكرة طويلة قصيرة المدى (LSTM)، تم الاعتماد على شبكة LSTM للتنبؤ بحركة المؤشر والجدول الموالي يوضح التصميم المعتمد

الجدول 3-3: معمارية الشبكة العصبية الاصطناعية

نوع الشبكة		الشبكات العصبية المتكررة (RNN): الشبكة العصبية ذات الذاكرة طويلة قصيرة المدى (LSTM)		
المؤشرات الفنية		(MA): يتم إنشاء متوسط متحرك لـ 14 و28 يومًا للقيمة مؤشر بوصة عمان للأوراق المالية (EMA): يتم إنشاء المتوسط المتحرك الأسي لـ 14 و28 يومًا للقيمة المؤشر تحليل تقاطع المتوسط المتحرك (MACD)		
حجم العينة		958 مشاهدة، للفترة الممتدة من 2020/01/02 إلى 2023/12/31		
رقم الشبكة		المعمارية 01	المعمارية 02	المعمارية 03
معمارية شبكة LSTM	توزيع المجموعة	مجموعة التدريب:70% مجموعة الاختبار:30%	مجموعة التدريب:70% مجموعة الاختبار:30%	مجموعة التدريب:70% مجموعة الاختبار:30%
	محتويات كل طبقة	LSTM: 100 خلية Dropout: 20%	LSTM: 100 خلية Dropout: 20%	LSTM: 100 خلية Dropout: 20%

	Epochs	100	100	100
	دقة التنبؤ	98.24	98.58	99.03

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يوضح الجدول رقم 3-3 المعمارية المستخدمة للشبكة العصبية الاصطناعية من نوع الشبكة العصبية ذات الذاكرة طويلة قصيرة المدى (LSTM)، حيث تم التعديل على المعمارية السابقة (بوغنامة و يوسفي، 2023) وذلك بإضافة Dropout والذي يساعد في تقليل احتمالية أن تتكيف الشبكة بشكل زائد مع بيانات التدريب وبالتالي القدرة على زيادة عدد الطبقات بشكل أكثر سلالة، وقد تم تطبيقها للتنبؤ بأسعار مؤشر بورصة عمان للأوراق المالية باستخدام ثلاثة تصاميم مختلفة وهي كالأتي:

- **المعمارية الأولى والمعمارية الثانية:**

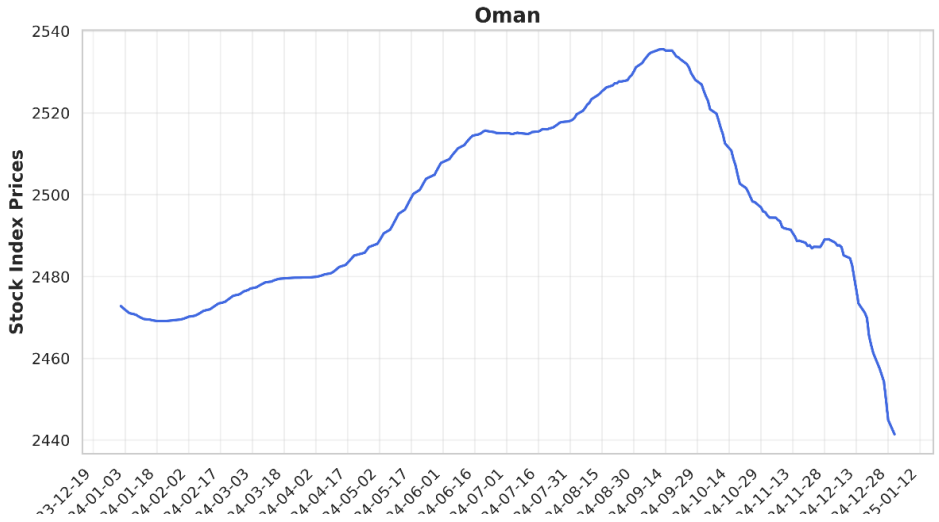
- تم تقسيم البيانات إلى مجموعة تدريب (70%) ومجموعة اختبار (30%)
- تحتوي كل طبقة على 100 خلية LSTM مع نسبة Dropout تبلغ 20%
- يتكون النموذج من 7 طبقات.
- بلغت دقة التنبؤ في المعمارية الأولى حوالي 98.24%، بينما بلغت في المعمارية الثانية حوالي 98.58%.

- **المعمارية الثالثة:**

- نفس توزيع البيانات لمجموعة تدريب (70%) ومجموعة اختبار (30%)
- محتويات الطبقة مماثلة للمعمارية السابقة مع نسبة Dropout تبلغ 20%
- يتكون النموذج من 3 طبقات فقط.
- دقة التنبؤ في هذه المعمارية هي الأعلى، حيث بلغت حوالي 99.03%

أظهرت المعمارية الثالث دقة عالية في التنبؤ بحيث حققت أعلى دقة تنبؤ (99.03%)، هذا يمكن أن يعزى إلى قدرة النموذج المبسط على تجنب التعقيد الزائد وتجاوز التوافق مع بيانات التدريب، وقد تم الاعتماد على هذه المعمارية لانشاء رؤية مستقبلية لحركة المؤشر من 2023/12/31 الي نهاية 2024

الشكل رقم 3-7: منحني نتائج LSTM للتنبؤ بحركة مؤشر بورصة عمان



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

المنحنى الذي تم تقديمه في الشكل رقم 3-7 يمثل التغير في أسعار مؤشر بورصة عمان عبر فترة زمنية الممتدة من 2024/01/01 إلى غاية نهاية سنة 2024، وهو ناتج عن تطبيق الشبكة العصبية الاصطناعية (LSTM) للتنبؤ بالأسعار المستقبلية، ويمكن استخلاص مايلي:

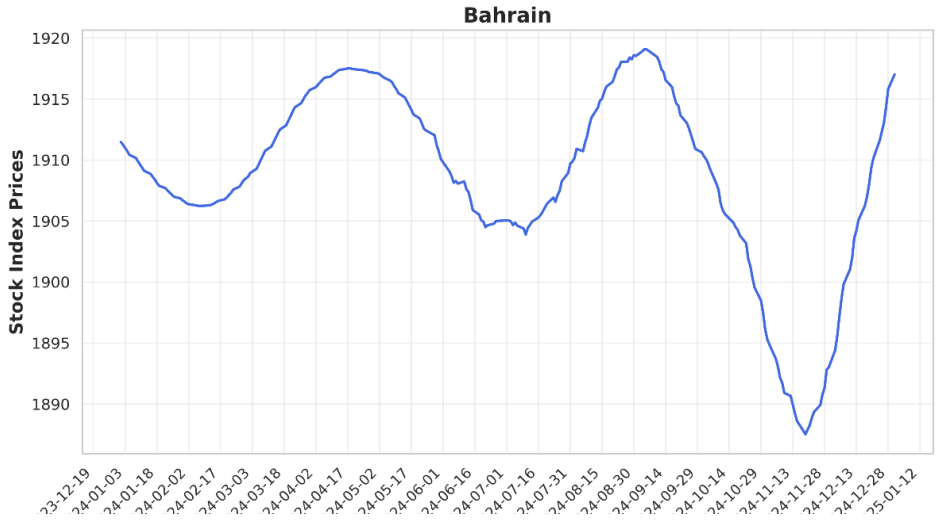
يمكن ملاحظة أن المؤشر يتبع نمطًا تصاعديًا في البداية وهذا قد يكون نتيجة لعدة عوامل مثل التحسن الاقتصادي العام، زيادة الاستثمارات أو تحسينات في البيئة الاقتصادية في عمان ليتجه المؤشر بعد ذلك الى أعلى مستويات التفاؤل أو الأداء الإيجابي للسوق

بعد الذروة، نلاحظ انخفاضًا تدريجيًا في المؤشر حتى يصل إلى أدنى مستوياته في بداية عام 2025، هذا الهبوط يمكن تفسيره بظهور عوامل سلبية جديدة مثل مشاكل اقتصادية، انخفاض في أسعار النفط أو تأثيرات سلبية من الأحداث العالمية.

ثانيا: رؤية مستقبلية للبورصة البحرين

الجدول الموالي يوضح نتائج الشبكة العصبية ذات الذاكرة طويلة قصيرة المدى

الشكل رقم 3-8: منحني نتائج LSTM للتنبؤ بحركة مؤشر بورصة البحرين



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

نموذج الشبكة العصبية الاصطناعية LSTM (Long Short-Term Memory) هو نوع متقدم من الشبكات العصبية الاصطناعية المصمم خصيصًا لمعالجة البيانات التسلسلية والتنبؤ بها. يوضح المنحنى رقم 3-8 التغير في أسعار مؤشر بورصة البحرين عبر الفترة الزمنية المحددة، ويتضمن الرسم

- الدورات الزمنية (Seasonality and Cycles) : يظهر الرسم البياني دورات واضحة في أسعار المؤشر، مع وجود تذبذبات دورية على مدار العام. تتبع هذه الدورات نمطًا يبدو منتظمًا، مما يشير إلى أن الأسعار تتأثر بعوامل موسمية أو دورات اقتصادية محددة.
- الاتجاهات العامة(Overall Trends) : على الرغم من التذبذبات الدورية، يمكن ملاحظة اتجاهات عامة في البيانات. يبدأ المؤشر في الاتجاه الصعودي من بداية الفترة الزمنية، يليه انخفاض ملحوظ، ثم يعود إلى الارتفاع مع نهاية الفترة الزمنية، وهذا يشير إلى أن السوق قد يتأثر بعوامل كبيرة تؤدي إلى تحولات واضحة في الاتجاه.
- التذبذب(Volatility) : يوضح المنحنى أيضًا فترات من التذبذب العالي والمنخفض، بحيث يمكن ملاحظة فترات قصيرة نسبيا من الاستقرار النسبي تتبعها تقلبات سريعة في الأسعار، وبالتالي فإنها تعكس أحداثا اقتصادية أو سياسية تؤثر على السوق.
- نقاط التحول(Turning Points) : يتضمن الرسم البياني عدة نقاط تحول واضحة حيث يتغير اتجاه المؤشر بشكل ملحوظ، وفهم هذه النقاط يمكن أن يكون ذا أهمية كبيرة للمستثمرين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناء على التنبؤات المستقبلية.

ثالثا: رؤية مستقبلية للبورصة دبي المالية

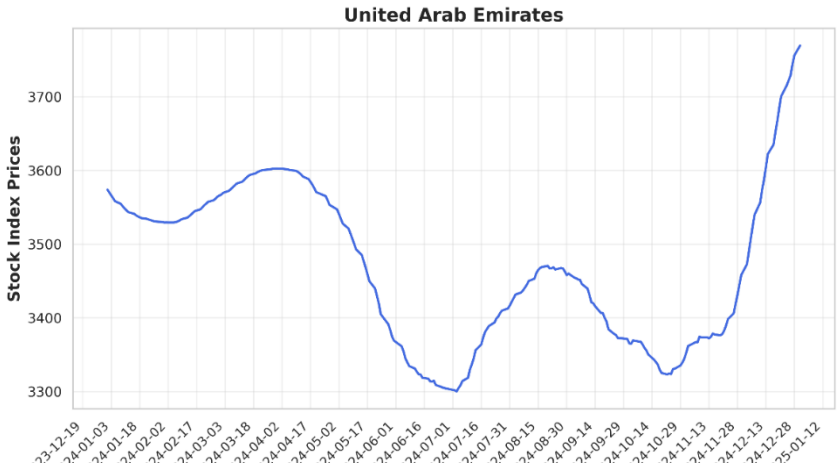
الجدول الموالي يوضح نتائج الشبكة للتنبؤ بمؤشر بورصة دبي للأوراق المالية

الجدول رقم 3-4: نتائج معمارية LSTM

حجم العينة	1000 مشاهدة، للفترة الممتدة من 2020/01/02 إلى 2023/12/29		
رقم الشبكة	المعمارية 01	المعمارية 02	المعمارية 03
دقة التنبؤ	91.30	88.63	94.06

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

الشكل رقم 3-9: منحني نتائج LSTM للتنبؤ بحركة مؤشر بورصة الامارات العربية المتحدة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

المنحنى الذي تم تقديمه في الشكل رقم 3-9 يمثل التغير في أسعار مؤشر بورصة دبي المالي عبر فترة زمنية الممتدة من 2023/12/31 إلى غاية نهاية سنة 2024، وهو ناتج عن تطبيق الشبكة العصبية الاصطناعية (LSTM) للتنبؤ بالأسعار المستقبلية. ويمكن استخلاص ما يلي:

المرحلة الأولى: الاتجاه التصاعدي الأولي

الفترة من بداية عام 2024 إلى شهر فيفري :يمكن ملاحظة أن المؤشر يتبع نمطًا تصاعديًا في البداية، وهذا قد يكون نتيجة لعدة عوامل مثل التحسن الاقتصادي العام، زيادة الاستثمارات أو تحسينات في البيئة الاقتصادية في دبي.

المرحلة الثانية: الانخفاض التدريجي

الفترة من فبراير إلى أفريل 2024 :بعد الذروة الأولى، يبدأ المؤشر في الانخفاض تدريجيا ويمكن تفسيره بظهور عوامل سلبية جديدة مثل مشاكل اقتصادية.

المرحلة الثالثة: الارتفاع الثاني والانخفاض الحاد

خلال هذه الفترة، يعود المؤشر للارتفاع مرة أخرى وهذا الارتفاع قد يكون مدفوعًا بتحسن في العوامل الاقتصادية أو الإعلانات الإيجابية من قبل الشركات الكبرى، يليه بعد ذلك فترة انخفاض الحاد قد يكون نتيجة للعديد من الأحداث السلبية الكبيرة مثل الأزمات المالية يمكن أن تؤدي إلى تراجع كبير في الأسواق.

رابعا: رؤية مستقبلية للبورصة الكويت

يمكن تلخيص نتائج المعماريات المعتمدة على النحو التالي:

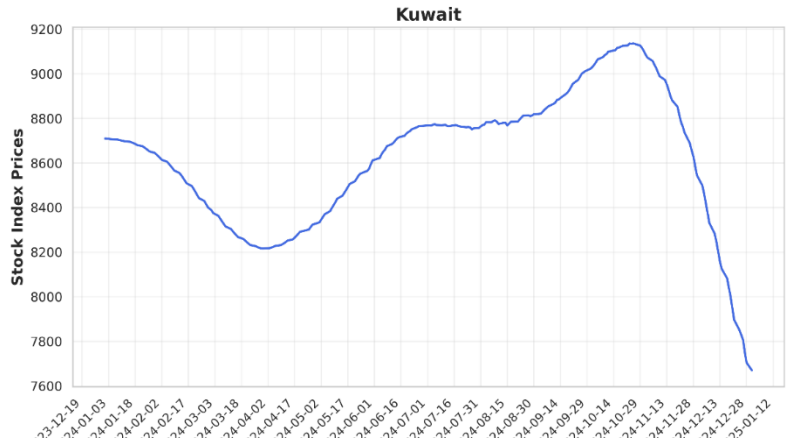
الجدول رقم3-5 : نتائج معمارية LSTM

حجم العينة	974 مشاهدة، للفترة الممتدة من 2020/01/05 إلى 2023/12/28		
رقم الشبكة	المعمارية 01	المعمارية 02	المعمارية 03
دقة التنبؤ	97.99	97.85	97.16

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

المنحنى الموالي يمثل التغير في أسعار مؤشر بورصة الكويت عبر فترة زمنية الممتدة من نهاية سنة 2023 إلى غاية نهاية سنة 2024

الشكل رقم 3-10: منحني نتائج LSTM للتنبؤ بحركة مؤشر بورصة الكويت



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

من الشكل السابق يمكن استخلاص ما يلي:

المرحلة الأولى: الاتجاه النزولي الأولي

الفترة من بداية عام 2024 إلى شهر أفريل: يمكن ملاحظة أن المؤشر يتبع نمطًا تنازليًا في البداية، وهذا الانخفاض قد يكون نتيجة لعوامل سلبية مثل التوترات الاقتصادية، التغيرات المالية أو زيادة العرض على الأسهم في السوق، أو قد يعكس هذا الانخفاض أيضًا عمليات بيع من قبل المستثمرين نتيجة لتوقعات سلبية.

المرحلة الثانية: الارتفاع التدريجي

الفترة من أبريل إلى أغسطس 2024 :بعد الهبوط الأولي يبدأ المؤشر في الارتفاع التدريجي، وهذا الارتفاع قد يكون مدفوعا بعوامل إيجابية مثل الاستقرار الاقتصادي، تحسن الأداء المالي للشركات، أو سياسات حكومية داعمة.

المرحلة الثالثة: الذروة والانخفاض الحاد

الفترة من أغسطس إلى نهاية 2024 :بعد وصول المؤشر إلى ذروته في نهاية شهر أكتوبر يتجه إلى الانخفاض بشكل حاد، وقد يعود ذلك إلى ظهور عوامل سلبية جديدة مثل الأزمات الاقتصادية أو تقلبات الأسواق العالمية.

خامسا: **رؤية مستقبلية للبورصة القطرية**

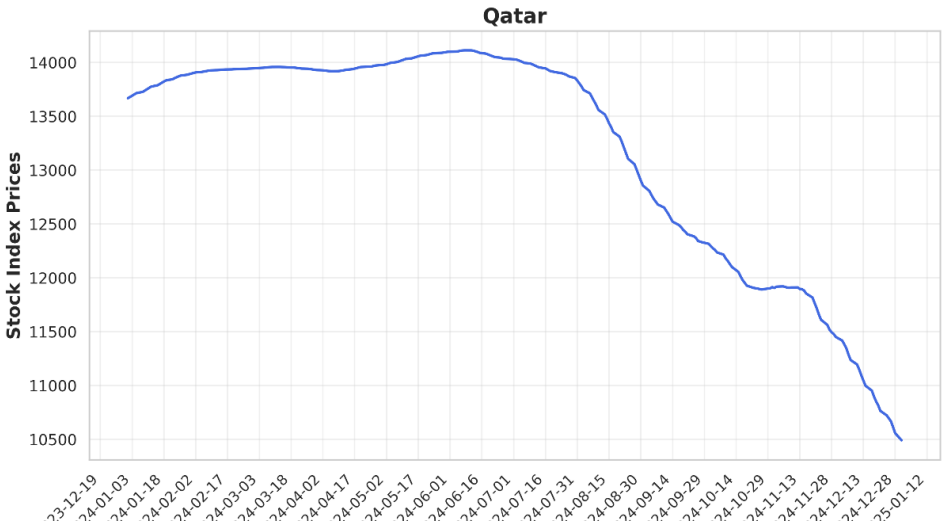
يمكن تلخيص نتائج المعماريات المعتمدة على النحو التالي:

الجدول رقم3-6 : نتائج معمارية LSTM

حجم العينة	997 مشاهدة، للفترة الممتدة من 2020/01/02 إلى 2023/12/31		
رقم الشبكة	المعمارية 01	المعمارية 02	المعمارية 03
دقة التنبؤ	97.92	97.78	97.54

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

الشكل رقم 3-11: منحني نتائج LSTM للتنبؤ بحركة مؤشر بورصة قطر



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

المنحنى الذي تم تقديمه في الشكل رقم يمثل التغير في أسعار مؤشر بورصة قطر عبر فترة زمنية الممتدة من بداية سنة 2024 إلى غاية نهاية سنة 2024، يمكن استخلاص ما يلي:

المرحلة الأولى: الاستقرار والارتفاع الأولي

في بداية عام 2024 يظهر المؤشر نمطًا مستقرًا مع ارتفاع تدريجي حيث يتراوح بين 13500 و14000 نقطة. يمكن أن يعكس هذا الارتفاع الأولي عمليات شراء من قبل المستثمرين نتيجة لتوقعات إيجابية أو لتحسن الأداء المالي للشركات المدرجة في البورصة.

المرحلة الثانية: الاتجاه النزولي التدريجي

بعد الارتفاع الأولي، يبدأ المؤشر في الهبوط التدريجي. يمكن أن يكون هذا الانخفاض نتيجة لتغيرات في السياسات المالية، أو ظهور بعض العوامل السلبية في الاقتصاد القطري أو العالمي.

المرحلة الثالثة: الانخفاض الحاد

في نهاية السنة يتسارع الانخفاض الحاد في المؤشر حتى يصل إلى حوالي 10500 نقطة، هذا الانخفاض الكبير في نهاية الفترة الزمنية قد يكون مؤشرًا على أزمة مالية أو توقعات سلبية للمستقبل القريب.

سادسا: رؤية مستقبلية للبورصة المملكة العربية السعودية

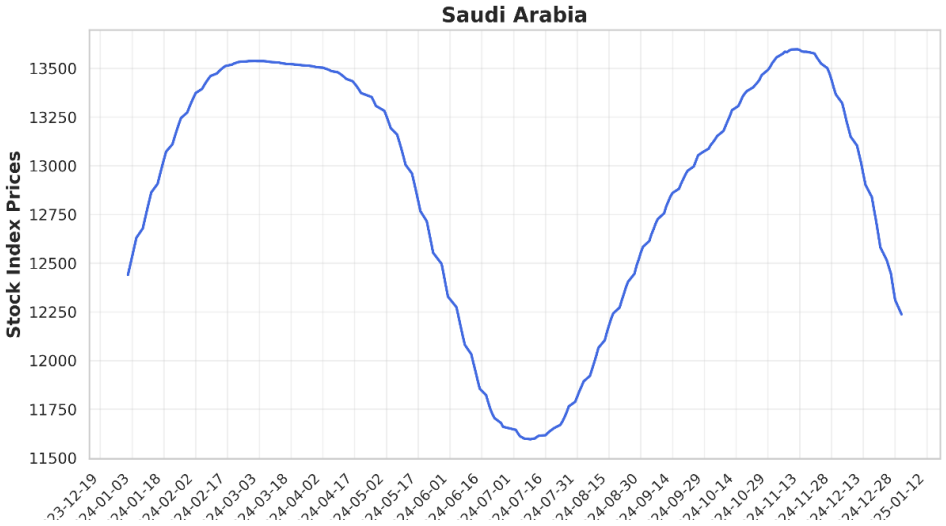
الجدول الموالي يوضح نتائج الشبكة العصبية ذات الذاكرة طويلة قصيرة المدى

الجدول رقم3-7: نتائج معمارية LSTM

حجم العينة	998 مشاهدة، للفترة الممتدة من 2020/01/01 إلى 2023/12/31		
رقم الشبكة	المعمارية 01	المعمارية 02	المعمارية 03
دقة التنبؤ	96.59	96.28	95.19

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

لشكل رقم 3-12: منحني نتائج LSTM للتنبؤ بحركة مؤشر بورصة المملكة العربية السعودية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يمكن استخلاص من الشكل رقم 3-12 ما يلي:

المرحلة الأولى: الارتفاع الأولي

يبدأ المؤشر في هذه المرحلة بالارتفاع تدريجيًا من حوالي 12250 نقطة إلى أن يصل إلى ذروته عند حوالي 13500 نقطة بنهاية أفريل. هذا الارتفاع يمكن أن يعزى إلى الثقة المتزايدة لدى المستثمرين تدفعهم لزيادة مشترياتهم في السوق.

المرحلة الثانية: الاتجاه النزولي الأول

بعد الوصول إلى الذروة في المرحلة السابقة، يبدأ المؤشر في الانخفاض التدريجي حتى يصل إلى حوالي 12000 نقطة في منتصف يوليو. هذا الانخفاض قد يكون نتيجة لظهور بعض العوامل السلبية أو عمليات جني الأرباح من قبل المستثمرين بعد فترة الارتفاع الطويلة.

المرحلة الثالثة: الانتعاش المؤقت والانخفاض الحاد

يشهد المؤشر انتعاشًا ملحوظًا حيث يرتفع مرة أخرى ليصل إلى حوالي 13500 نقطة بحلول منتصف أكتوبر، أما في الربع الاخيرة من السنة ينخفض المؤشر بشكل حاد من 13500 نقطة إلى حوالي 12250 نقطة.

المبحث الثاني: الإجراءات المنهجية للدراسة القياسية

بعد توضيح الإطار النظري لمتغيرات الدراسة، لا بد من تنفيذ إجراءات منهجية لفحص وتحليل هذه المتغيرات عمليا وتطبيقيا، وهذا يستلزم استخدام مجموعة متنوعة من الأدوات والأساليب والنماذج القياسية لتحقيق أهداف الدراسة بشكل فعال ومعالجة مشكلة البحث المطروحة. وعلى هذا الأساس سيتناول هذا القسم الاعتبارات المتعلقة بمجتمع الدراسة وعينتها، بالإضافة إلى تحديد الأدوات المستخدمة في الدراسة.

المطلب الأول: فترة الدراسة

يركز هذا البحث على المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، والتي تشكل أساس اختيار المجمع والعينة المناسبة للدراسة.

قامت هذه الدراسة بتحليل البيانات المالية لثمانية وأربعون شركة اقتصادية مدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي من عام 2015 إلى عام 2021 لدراسة تأثير محددات الهيكل المالي على القيمة السوقية في الشركات الاقتصادية، وتم الحصول على البيانات المالية من المواقع الرسمية للشركات محل الدارسة، وموقع أرقام، موقع Yahoo Finance وقاعدة بيانات Gurufocus وأخيرا مواقع البورصات، حيث أن جميع هذه الشركات مدرجة في السوق المالي لكل من الامارات العربية المتحدة، المملكة العربية السعودية، قطر، البحرين، الكويت وسلطنة عمان حيث تم استخدام هذه البيانات لحساب مؤشرات المتغيرات الخاصة بالدراسة.

المطلب الثاني: مجتمع وعينة الدراسة

استهدفت المؤسسات الاقتصادية المتواجدة على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي لتشكيل مجتمع الدراسة، بهدف دراسة أثر محددات الهيكل المالي على القيمة السوقية في المؤسسات الاقتصادية

الشكل رقم 3-13: دول مجلس التعاون الخليجي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يشمل مجمع الدراسة على 48 شركة اقتصادية مدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي من عام 2015 إلى عام 2021 على النحو التالي:

الجدول رقم 3-8: شركات الاقتصادية محل الدراسة

الدولة	الشركة
الإمارات العربية المتحدة	ديار للتطوير
	دبي للمرطبات
	الإمارات للمرطبات
	الخليج للملاحة القابضة
	شركة الاتحاد العقارية

	شركة المتحدة للأغذية
	شركة يونيكاي للأغذية
	شركة العربية للطيران
المملكة العربية السعودية	العبد اللطيف
	المراعي
	تبوك
	ثمار
	صافولا
	صدق
	سيماكو
	هرفي
البحرين	مجموعة ترافكو
	شركة ناس
	شركة دلمون للدواجن
	شركة بي أم أم أي BMMI
	شركة البحرين للاتصالات السلكية واللاسلكية Batelco
	شركة البحرين لتصليح السفن والهندسة
	ألمنيوم البحرين
	شركة البحرين لمطاحن الدقيق (Al matahin)
قطر	الميرة للمواد الاستهلاكية
	GWC
	Mannai Corporation QPSC
	شركة ملاحة
	شركة ناقلات
	الشركة القطرية الألمانية للمستلزمات الطبية

	شركة قطر الوطنية لصناعة الاسمنت
	السلام العالمية
الكويت	شركة المزايا القابضة
	شركة الاسمنت بورتلاند
	شركة العيد للأغذية
	شركة النخيل للإنتاج الزراعي
	شركة مركز سلطان للمواد الغذائية
	شركة الشعبية الصناعية
	شركة الأنظمة الآلية
	شركة رابطة الكويت والخليج للنقل
سلطنة عمان	الخطوط الجوية الملكية الأردنية
	المركز العربي للصناعات الدوائية
	شركة الزي لصناعة الألبسة الجاهزة
	الصناعات الكيماوية الأردنية
	الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والأجهزة الطبية
	الشركة الأردنية لتصنيع الأدوية
	جنوب الالكترونيات
	مصانع الاسمنت الأردنية

المصدر: من اعداد الباحث

المطلب الثالث: متغيرات ونموذج الدراسة

يعتمد نجاح أي دراسة قياسية على تحديد المتغيرات الأساسية التي تؤثر في الظاهرة المدروسة، حيث يتم تحليل العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة لاستخلاص النتائج والتوصيات. وفي هذه الدراسة، سيتم التركيز على متغير تابع واحد يعكس القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية، إلى جانب سبعة متغيرات مستقلة تم اختيارها بناءً على أهميتها في تفسير الظاهرة قيد البحث.

1- المتغير التابع:

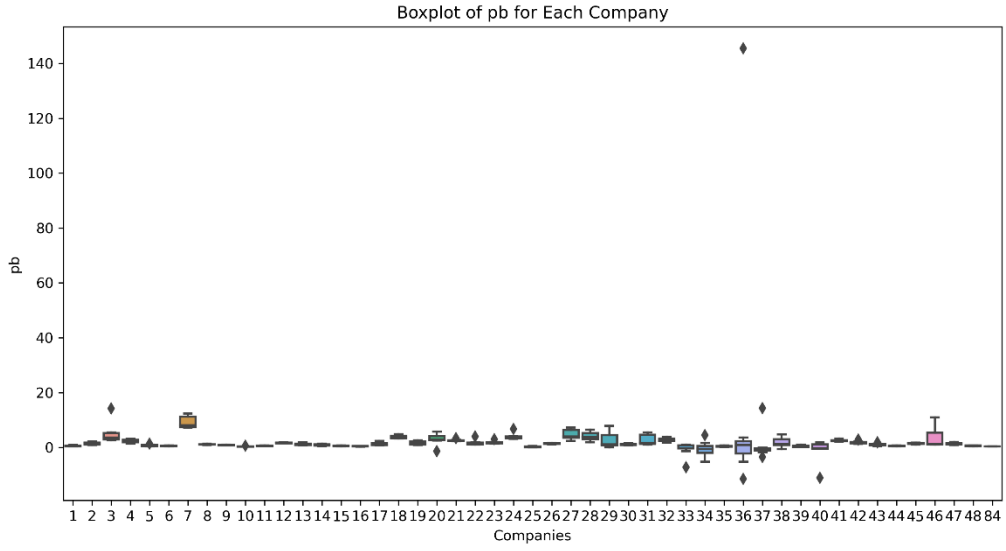
نسبة السعر إلى القيمة الدفترية **(PB):** يتمثل المتغير التابع لنموذج القياسي للدراسة في نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (The price-to-book ratio) معبرا عنه بقسمة سعر السوق للسهم الواحد على القيمة الدفترية للسهم الواحد، ويعد السعر السوقي للسهم بمثابة المعيار المستخدم لتقييم الأداء كما يعكس آخر سعر تداول للأوراق المالية المسجلة في نهاية جلسة التداول، في حين تشير القيمة الدفترية للسهم إلى المبلغ الافتراضي الذي سيحصل عليه كل مساهم في حالة انقضاء الشركة ونقل أصوله وسداد كافة الالتزامات

الجدول 3-9: طرق قياس متغيرات نسبة السعر الى القيمة الدفترية

	المتغيرات	القياس	المصدر
نسبة السعر إلى القيمة الدفترية	القيمة السوقية للسهم (MVPS)	المتوسط الحسابي للسعر السهم السوقي خلال كل سنة	موقع بورصات دول محل الدراسة و وموقع yahoo finance
	القيمة الدفترية للسهم (BVPS)	اجمالي حقوق الملكية / عدد الأسهم العادية	قاعدة بيانات موقع GuruFocus إضافة إلى القوائم المالية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الدراسات السابقة

الشكل رقم 3-14: مخطط الصندوق لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يمثل الشكل رقم 3-14 مخطط الصندوق (Boxplot) لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (PB)لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، حيث يظهر هذا المخطط توزيع الشركات المختلفة على المحور الأفقي (x-axis) والتي تحمل ترقيم من 1 إلى 48، بالإضافة لتمثيل نسبة السعر الى القيمة الدفترية على المحور العمودي (y-axis) والتي تتراوح قيمه من 0 إلى حوالي 140. تتكون عناصر المخطط مما يلي:

- الصناديق (Boxes) : كل صندوق من الصناديق المكونة للمخطط تمثل النطاق بين الربع الأول (Q1)والربع الثالث (Q3) للبيانات الخاصة بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (PB) لكل شركة والخط الأفقي داخل كل صندوق يمثل الوسيط (Median) الذي يقسم البيانات إلى نصفين.
- الخطوط العمودية(Whiskers) : تمتد الخطوط العمودية من الصندوق إلى القيم العليا والدنيا التي تقع ضمن 1.5 مرة من نطاق (IQR) تُظهر هذه الخطوط مدى انتشار البيانات بدون الأخذ بعين الاعتبار القيم المتطرفة.
- القيم المتطرفة (Outliers) : النقاط المفردة التي تقع خارج نطاق الخطوط العمودية تمثل القيم المتطرفة، هذه القيم تكون بعيدة بشكل ملحوظ عن بقية البيانات وقد تعكس أحداثًا غير اعتيادية تمر بها الشركة.

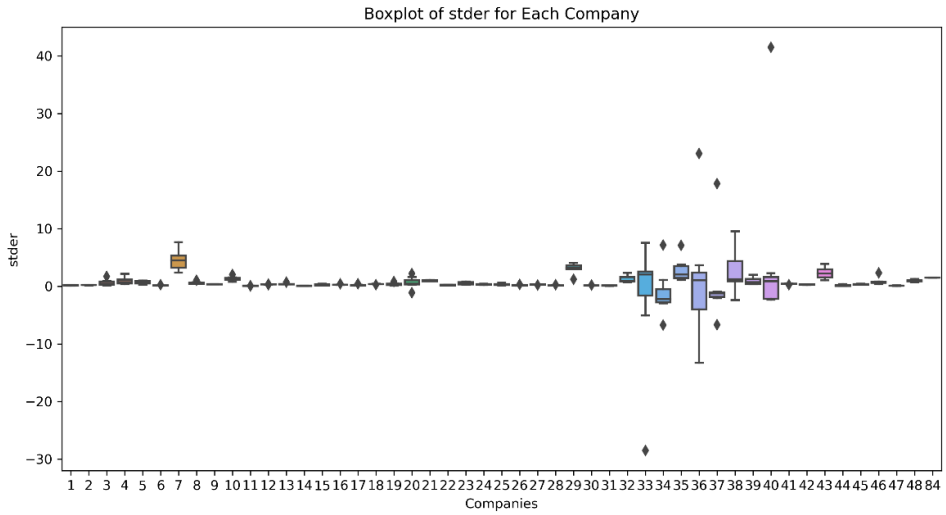
ونستنتج **من** مخطط الصندوق (Boxplot) لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية(PB) ما يلي:

- التباين: يمكن ملاحظة تباين كبير في نسبة السعر إلى القيمة الدفترية بين الشركات المختلفة، بحيث تم تسجيل تباين ضيق في بعض الشركات لنسبة (PB) مثل الشركات (1، 11، و24)، بينما شركات أخرى لديها تباين واسع مثل الشركات (4، 8، و27).
- الوسيط(Median) : يظهر الوسيط(Median) بقيم قريبة من القيم الدنيا لـPB ، مما يشير إلى أن أغلب الشركات لديها تقييمات للسعر السوقي قريبة من القيمة الدفترية.
- القيم المتطرفة: هناك العديد من القيم المتطرفة التي تظهر بشكل واضح في المخطط، خاصةً للشركات 4، 8، 27، و35. هذه القيم تشير إلى وجود أحداث غير عادية أو تقلبات كبيرة في تقدير السوق لهذه الشركات.
- التماثل أو عدم التماثل :يمكن ملاحظة أن معظم الصناديق متماثلة نسبيًا، لكن هناك صناديق تظهر عدم تماثل واضح (مثل الشركة 4 والشركة 8)، مما يشير إلى انحراف (Skewness) في توزيع قيم PBلهذه الشركات.

2- المتغيرات المستقلة:

نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية STDER: يمثل أحد المتغيرات الرئيسة لنموذج الدراسة القياسية ويستخدم لتقدير نسبة الديون القصيرة الأجل بالنسبة إلى حقوق الملكية في المؤسسة، ويتم حسابه بقسمة إجمالي المطلوبات المتداولة على إجمالي حقوق الملكية، بحيث تتضمن المطلوبات المتداولة عادة التزامات قصيرة الأجل والتي لا تتجاوز مدة استحقاقها السنة، في حين تشير حقوق الملكية إلى حصة المساهمين في مؤسسة معينة.

الشكل رقم 3-15: مخطط الصندوق لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

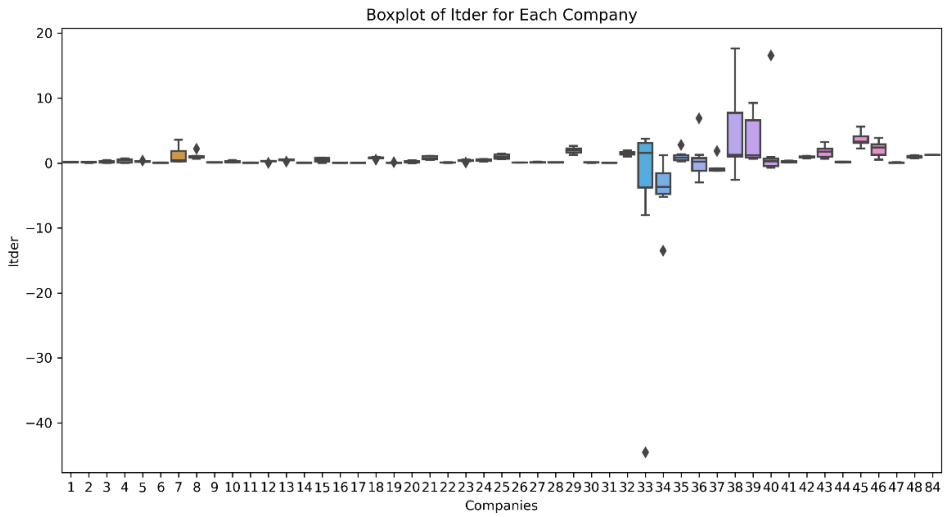
يوضح المخطط رقم 3-15 توزيع قيم لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) لكل شركة من الشركات المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي والتي تتراوح من حوالي -30 إلى 40.

- التباين: يمكن ملاحظة تباين كبير في نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية بين الشركات المختلفة، بحيث تم تسجيل تباين ضيق في بعض لنسبة STDER (مثل الشركات 1، 5، و23)، بينما شركات أخرى لديها تباين واسع (مثل الشركات 8، 32، و35).
- الوسيط (Median): يظهر الوسيط (Median) قريبًا من الصفر في معظم الشركات، مما يشير إلى أن أغلب الشركات لديها نسب ديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية منخفضة نسبيًا.

- القيم المتطرفة: هناك العديد من القيم المتطرفة التي تظهر بشكل واضح في المخطط، خاصةً للشركات 8، 32، و35. هذه القيم تشير إلى وجود أحداث غير عادية أو تقلبات كبيرة في نسبة الديون قصيرة الأجل لهذه الشركات.
- التماثل أو عدم التماثل: يمكن ملاحظة أن معظم الصناديق متماثلة نسبيًا، لكن هناك صناديق تظهر عدم تماثل واضح (مثل الشركة 8 والشركة 35)، مما يشير إلى انحراف (Skewness) في توزيع قيم STDER لهذه الشركات.

نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية LTDER: هي مؤشر مالي حيوي يوضح مدى اعتماد الشركة على الديون طويلة الأجل مقارنة بحقوق الملكية في تمويل عملياتها وأنشطتها. تعكس هذه النسبة الهيكل المالي للشركة ومستوى الرافعة المالية المستخدمة، حيث تُظهر مدى استخدام الشركة للأموال المقترضة لتعزيز العائد على حقوق الملكية.

الشكل رقم 3-16: مخطط الصندوق لنسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

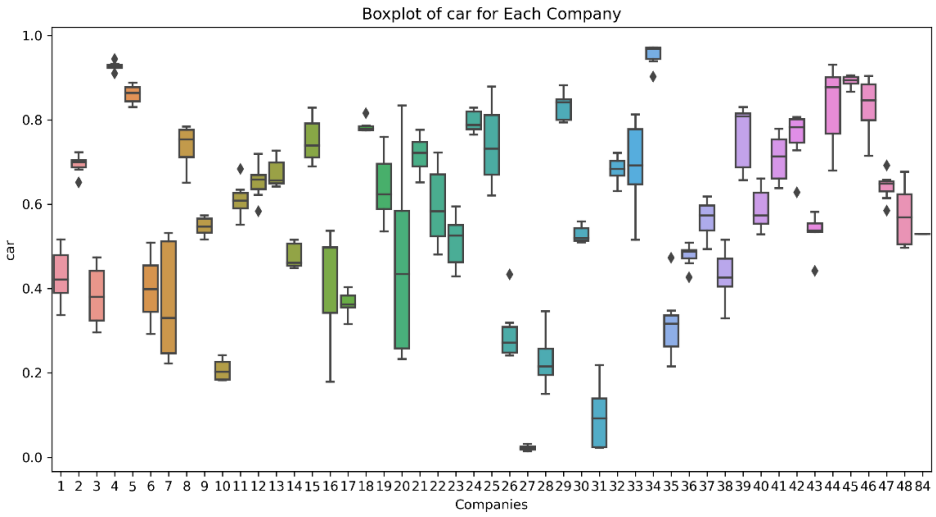
يشير مخطط الصندوق (Boxplot) لنسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER) لكل شركة من شركات محل الدراسة، حيث يوضح هذا المخطط مايلي:

- التباين في LTDER بين الشركات: يمكن ملاحظة أن هناك تباينًا في نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية بين الشركات المختلفة. بعض الشركات تظهر تباينًا ضيقًا في LTDER (مثل الشركات 1، 5، و23)، بينما شركات أخرى لديها تباين واسع (مثل الشركات 7، 34، و35).

- القيم المتطرفة: هناك عدة قيم متطرفة تظهر في المخطط، خاصةً للشركات 7، 34، و35. هذه القيم تشير إلى وجود أحداث غير عادية أو تقلبات كبيرة في نسبة الديون طويلة الأجل لهذه الشركات.
- الوسيط (Median): في معظم الشركات، يظهر الوسيط (Median) قريبًا من الصفر، مما يشير إلى أن غالبية الشركات لديها نسب ديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية منخفضة نسبيًا.
- التماثل أو عدم التماثل: يمكن ملاحظة أن معظم الصناديق متماثلة نسبيًا، لكن هناك صناديق تظهر عدم تماثل واضح (مثل الشركة 34 والشركة 35)، مما يشير إلى انحراف (Skewness) في توزيع قيم LTDER لهذه الشركات.
- الشركة 34 والشركة 35: هذه الشركات تظهر تباينًا واسعًا وانحرافًا كبيرًا في نسب الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية، مما قد يستدعي إجراء دراسة أعمق لفهم أسباب هذه التقلبات الكبيرة، بالإضافة إلى وجود قيم سلبية في بعض الشركات يشير إلى تسجيل قيم سالبة في إجمالي حقوق ملكية.

هيكل الأصول CAR: يمثل المتغير المستقل الثالث في نموذج الدراسة ويقيس نسبة الأصول الثابتة على إجمالي الأصول، يساعد هذا المقياس على فهم مدى التنوع في توزيع الأصول داخل المؤسسة وتحديد مدى تباينها، ويمكن لإدارة الشركة اتخاذ القرارات المالية الصائبة وذلك بناء على تحقيق التوازن المناسب بين جانب الأصول الثابتة وجانب الأصول السائلة يمكن لإدارة الشركة اتخاذ القرارات المالية الصائبة.

الشكل رقم 3-17: مخطط الصندوق لهيكل الأصول



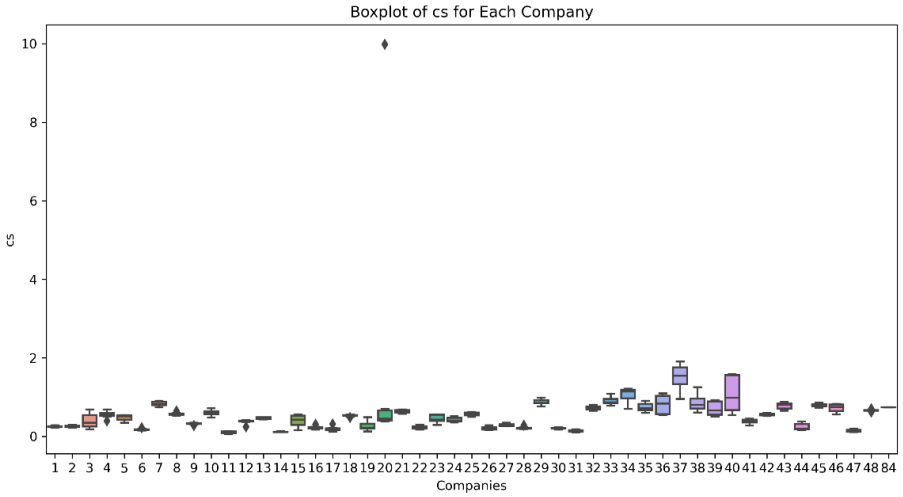
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يمثل الشكل البياني السابق رقم 3-17 توزيع نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول (CAR) لكل شركة من الشركات المدرجة على المحور الأفقي، ويعطي الشكل فكرة أوضح عن توزيع نسب هيكل الأصول عبر هذه الشركات. ويوضح هذا المخطط مايلي:

- توزيع النسبة بين الشركات: يمكن ملاحظة اختلاف واضح في نسب الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول بين الشركات المختلفة. بعض الشركات لديها نسب أعلى من الأصول الثابتة (مثل الشركة 8، الشركة 23)، بينما شركات أخرى لديها نسب أقل بكثير (مثل الشركة 10، الشركة 40).
- الوسيط (Median): يختلف الوسيط بين الشركات، مما يدل على تباين كبير في هيكل الأصول الثابتة. الوسيط يعطينا فكرة عن القيمة المركزية لبيانات CAR لكل شركة.
- تباين البيانات (Spread): يوضح تباين عرض الصناديق اختلافًا في تشتت بيانات CAR بين الشركات. الشركات التي لديها صناديق أوسع تعكس تنوعًا أكبر في نسب الأصول الثابتة.
- القيم المتطرفة: وجود نقاط متطرفة في بعض الشركات (مثل الشركة 2، الشركة 22، والشركة 30) يشير إلى وجود بعض القيم غير معتادة التي تختلف بشكل كبير عن باقي بيانات الشركة. قد تكون هذه القيم نتيجة لأحداث غير عادية أو استراتيجيات استثمار مختلفة.

هيكل رأس المال (Capital Structure): يمثل المتغير المستقل الرابع في نموذج الدراسة ويقيس نسبة مجموع المطلوبات علي إجمالي الأصول، يساعد هذا المقياس على تقييم مدى اعتماد المؤسسات الاقتصادية على الديون في تمويل أصولها.

الشكل رقم 3-18: مخطط الصندوق لهيكل رأس المال



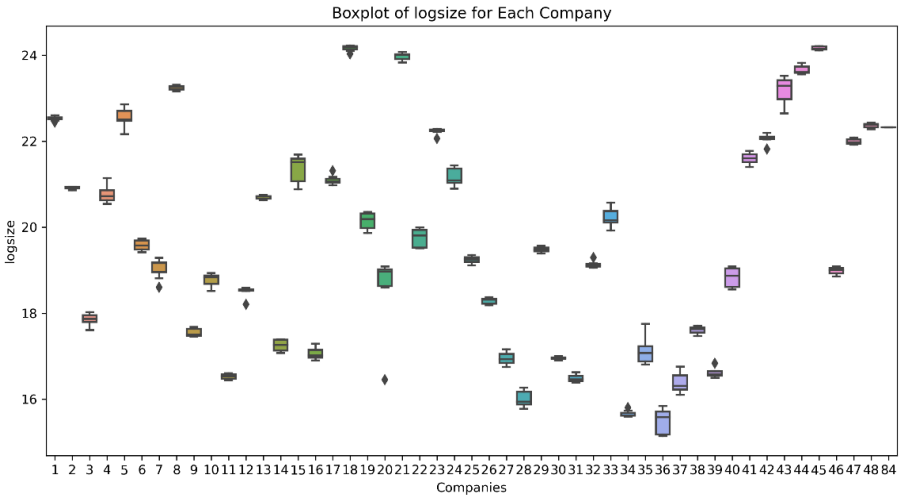
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

الصندوق في الشكل أعلاه يمثل نسبة هيكل رأس المال (Capital Structure) لكل شركة، والتي تساوي مجموع المطلوبات على إجمالي الأصول (CS)، ويمكن استنتاج مجموعة من النقاط على النحو التالي:

- الاستقرار المالي: يُظهر الشكل أن غالبية الشركات تحتفظ بهيكل رأس مال مستقر نسبيًا، حيث أن نسبة المطلوبات إلى الأصول منخفضة. هذا يشير إلى أن هذه الشركات تعتمد بشكل أقل على الديون في تمويل أصولها، مما يعزز من استقرارها المالي.
- الشركات ذات النسب العالية: الشركات التي لديها نسب CS عالية (النقاط البعيدة) قد تكون في وضع مالي أكثر خطورة، حيث تعتمد بشكل أكبر على الديون في تمويل أصولها. هذا يمكن أن يعرضها لمخاطر أعلى في حالة تقلبات السوق أو ارتفاع معدلات الفائدة.
- التفاوت بين الشركات: التفاوت في نسب CS بين الشركات قد يكون ناتجًا عن اختلافات في استراتيجيات التمويل، حجم الشركات، القطاعات التي تعمل فيها، ومدى تطورها.

حجم المؤسسة (LOGSIZE): هو مقياس يُعبر عن حجم المؤسسة وقد تم احتسابه من خلال استخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

الشكل رقم 3-19: مخطط الصندوق لحجم المؤسسة



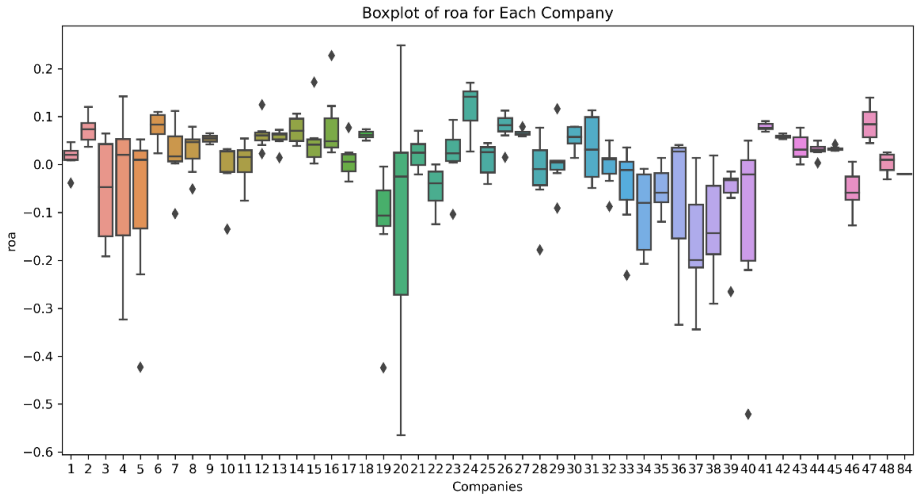
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يعرض الشكل البياني رقم 3-19 توزيع اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (logsize) لكل شركة من الشركات المدرجة على المحور الأفقي، ويقدم الشكل فكرة عن حجم الأصول لكل شركة بشكل مكثف، حيث تم استخدام اللوغاريتم لتقليل تباين القيم الكبيرة وتحسين قابلية للاندماج في النموذج مع باقي المتغيرات.

- توزيع النسبة بين الشركات: يمكن ملاحظة اختلاف واضح في حجم الأصول بين الشركات المختلفة، بحيث أن بعض الشركات لديها أصول كبيرة مما يظهر في القيم العالية (مثل الشركة 7 والشركة 42)، بينما شركات أخرى تظهر قيمًا منخفضة تعكس أصولًا أصغر (مثل الشركة 3 والشركة 28).
- تباين البيانات (Spread): يمكن ملاحظة أن بعض الشركات لديها نطاق واسع من قيم نسبة (Logsize)، مما يشير إلى تباين كبير في حجم الأصول داخل الشركة (مثل الشركة 8 والشركة 14)، بينما شركات أخرى لديها نطاق ضيق يعكس استقرار حجم الأصول (مثل الشركة 1 والشركة 10).
- قيم المتطرفة: وجود نقاط خارجية في بعض الشركات يشير إلى وجود قيم غير معتادة لحجم الأصول. قد تكون هذه القيم نتيجة لتوسعات كبيرة.

العائد على الأصول ROA: هو نسبة مالية تستخدم لتقييم مدى كفاءة المؤسسة في توليد الأرباح باستخدام أصولها المتاحة، ويتم قياسها بقسمة صافي الربح إلى إجمالي الأصول (مسراتي، 2021، صفحة 366)، تعكس هذه النسبة مدى فعالية الإدارة في تحويل الاستثمارات في الأصول إلى أرباح صافية.

الشكل رقم 3-20: مخطط الصندوق لعائد على الأصول



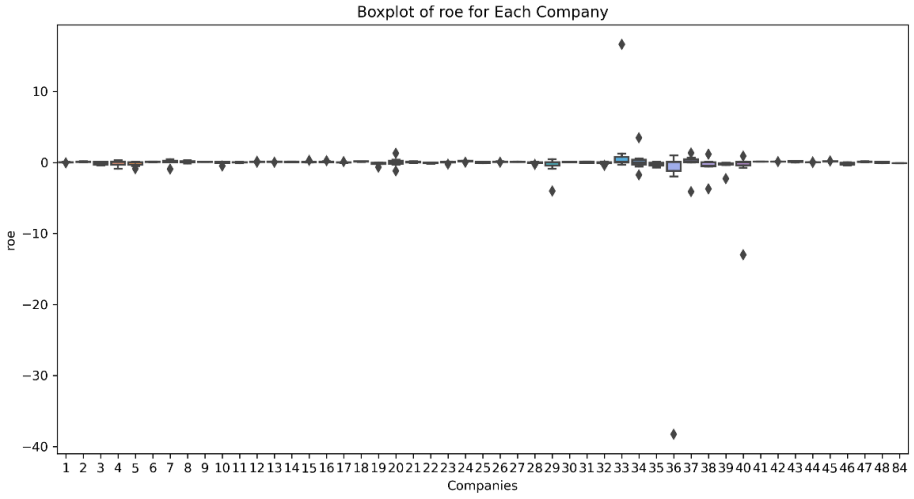
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يقدم الشكل 3-20 مخطط الصندوق (Boxplot) لعائد على الأصول (ROA) ، حيث يوضح هذا النوع من المخططات مجموعة من الخصائص الإحصائية للبيانات المتعلقة بكل شركة. ويفسر هذا المخطط ما يلي:

- التباين :نلاحظ تباينًا كبيرًا في عائد الأصول بين الشركات المختلفة. بعض الشركات تظهر تباينًا ضيقًا في ROA مثل الشركات 7، 13، و40)، بينما شركات أخرى لديها تباين واسع (مثل الشركات 4، 21، و35)
- القيم المتطرفة :العديد من الشركات لديها قيم متطرفة سواء كانت إيجابية أو سلبية، مما يشير إلى أن هناك أحداثًا غير عادية تؤثر على أداء هذه الشركات بشكل كبير.
- الوسيط (Median) لبعض الشركات يقع بالقرب من الصفر، مما يشير إلى أن هذه الشركات قد لا تحقق أرباحًا كبيرة على أصولها، بينما شركات أخرى لديها وسيط أعلى أو أقل، مما يشير إلى أداء أفضل أو أسوأ نسبيًا.
- التماثل أو عدم التماثل :يمكن ملاحظة أن بعض الصناديق غير متماثلة مما يشير إلى أن توزيع ROA لهذه الشركات غير متوازن، وقد يكون هناك انحراف (Skewness) إما إلى اليمين أو اليسار.

العائد على حقوق الملكية(Return on Equity – ROE) : هو نسبة مالية تستخدم لقياس مدى ربحية الأموال التي استثمرها المساهمون في المؤسسة (الهام، 2019، صفحة 263). يوضح هذا المؤشر مدى فعالية المؤسسة في تحويل الأموال المستثمرة من قبل المساهمين إلى أرباح صافية.

الشكل رقم 3-21: مخطط الصندوق للعائد على حقوق الملكية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يقدم الشكل رقم 3-21 فكرة عن أداء الشركات من حيث العائد الذي تولده على حقوق الملكية، وقد تم التوصل الى:

- توزيع ROE بين الشركات: يمكن ملاحظة اختلاف واضح في معدل العائد على حقوق الملكية بين الشركات المختلفة. بعض الشركات لديها معدلات عائد إيجابية ومرتفعة (مثل الشركة 33 والشركة 39)، بينما شركات أخرى تظهر معدلات عائد سلبية أو قريبة من الصفر (مثل الشركة 12 والشركة 41).
- الوسيط (Median): يعكس الوسيط القيمة المركزية لمعدل العائد على حقوق الملكية لكل شركة. في معظم الشركات، الوسيط قريب من الصفر مما يشير إلى أن العديد من الشركات تحقق عائدًا منخفضًا على حقوق الملكية.
- تباين البيانات (Spread): يمكن ملاحظة أن بعض الشركات لديها نطاق واسع من قيم ROE، مما يشير إلى تباين كبير في الأداء الداخلي للشركة (مثل الشركة 33 والشركة 39)، بينما شركات أخرى لديها نطاق ضيق يعكس أداء مستقر (مثل الشركة 2 والشركة 7).

المبحث الثالث: تقدير نموذج الدراسة ومناقشة النتائج

ننتقل في هذا المبحث إلى الجانب التطبيقي الذي يتناول تقدير نموذج الدراسة وتحليل نتائجه. ويهدف هذا الجزء إلى تقديم دراسة قياسية لمتغيرات الدراسة، من خلال استعراض خصائصها الإحصائية وإجراء التقديرات القياسية المناسبة

المطلب الأول: الدراسة الإحصائية لمتغيرات الدراسة

يعد التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة خطوة أساسية لفهم طبيعة البيانات والتأكد من ملاءمتها للنموذج المستخدم. وفي هذا الإطار، سنبدأ بتحليل وصفي لمتغيرات الدراسة، من خلال استعراض المقاييس الإحصائية الأساسية التي تبرز خصائصها، مما يساعد في تكوين صورة واضحة حول سلوك البيانات قبل الانتقال إلى التقديرات القياسية المتقدمة.

أولا: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

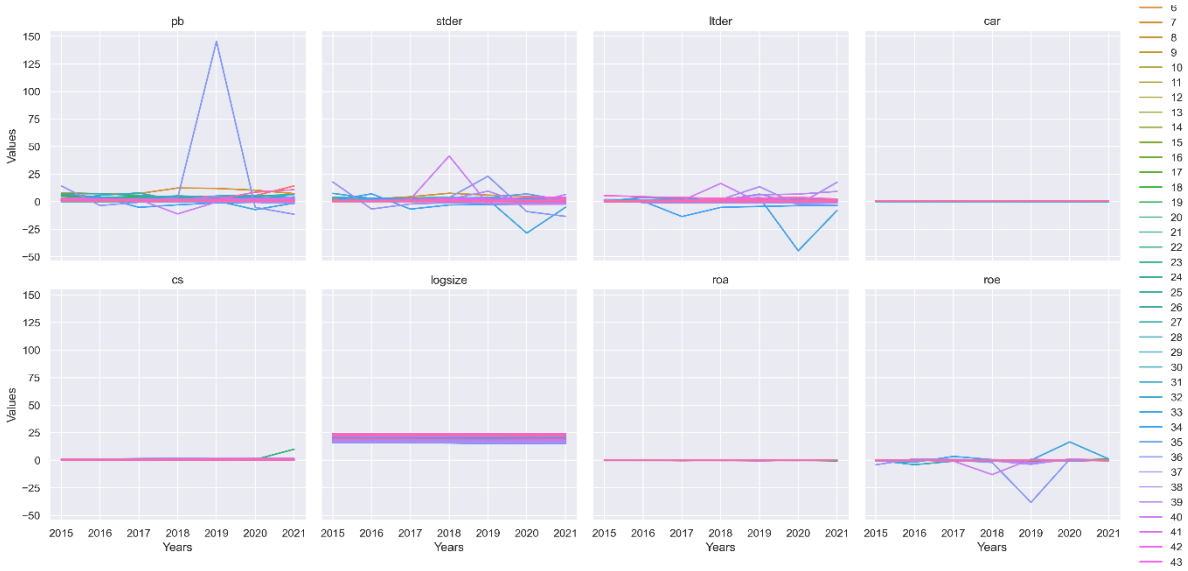
بهدف توضيح أهم خصائص الإحصائية للبيانات المستخدمة في بناء النموذج القياسي للدراسة، تم حساب بعض الإحصاءات الوصفية لقيم متغيرات الدراسة التي تشمل 336 مشاهدة، وذلك باستخدام لغة البرمجة Python. النتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 3-10: الإحصائيات الوصفية للمتغيرات محل الدراسة

Variables	Obs	Mean	Std	Min	25%	50%	75%	Max
PB	336	2.140	8.2425	-11.409	0.6113	1.1801	2.3809	145.467
STDER	336	0.7548	3.6202	-28.510	0.1777	0.3390	0.8769	41.5200
LTDER	336	0.5053	3.2724	-44.540	0.0683	0.2318	0.8451	17.644
CAR	336	0.5830	0.2238	0.0140	0.4550	0.6111	0.7620	0.9717
CS	336	0.5373	0.6086	0.0530	0.2368	0.4973	0.6869	9.9855
LOGsize	336	19.6625	2.4972	15.1461	17.4442	19.3717	21.7831	24.2242
ROA	336	0.0016	0.1048	-0.5649	-0.0229	0.0272	0.0602	0.2487
ROE	336	-0.1106	2.4434	-38.266	-0.0227	0.0633	0.1181	16.6401

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

الشكل رقم 3-22: الإحصائيات الوصفية للمتغيرات محل الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

الجدول رقم 3-22 يعرض الإحصائيات الوصفية لثمانية متغيرات رئيسية مع عدد الملاحظات يقدر 336 مشاهدة، بالإضافة الي توضيح قيمة كل من المتوسط (Mean)، الانحراف المعياري (Std)، القيمة الأدنى (Min)، الربع الأول (25%)، الوسيط (50%)، الربع الثالث (75%) والقيمة القصوى (Max) لكل متغير. ومن خلال الجدول السابق تم التوصل الى ما يلي:

- **نسبة السعر السوقي للسهم إلى القيمة الدفترية للسهم(PB)**

- **القيمة القصوى(Max)** : تم تسجيل قيمة 145.467 والتي تشير إلى أن هناك أسهمًا تم تقييمها بسعر سوقي أعلى بكثير من قيمتها الدفترية في بعض الأحيان، مما يدل على تضخم كبير في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة.

- **الوسيط (50%)**: تشير إلى أن نصف القيم تقع بين 0.6113 و2.3809، مما يعكس تباينًا كبيرًا حول الوسط، وقد يكون ذلك بسبب الأداء المالي للشركات.

- **الانحراف المعياري (Std)**: قيمة 8.2425 تشير إلى وجود تباين كبير في هذه النسبة، مما يعكس تقلبات السوق الكبيرة.

- **نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية(STDER)**

- **الاستقرار النسبي** :القيم تتراوح بين 28.510- و41.5200، مما يشير إلى وجود بعض التباين، لكن الانحراف المعياري (3.6202) والمتوسط (0.7548) يظهران أن هيكل الديون قصيرة الأجل يميل إلى الاستقرار مع بعض التباينات البسيطة.

- **القيمة الأدنى(Min)** : **28.510-** تعني أن بعض الشركات قد تكون في وضع مالي غير مستقر، حيث تكون حقوق الملكية سلبية وهي التي تم تسجيلها بالفعل في السوق العماني، وهذه الحالة تعبر عن وضع مالي حرج يمكن أن يكون ناتجًا عن خسائر مالية كبيرة أو هيكل رأسمالي غير مستدام.

- **الانحراف المعياري(Std)** : **3.6202** يظهر أن هناك تباينًا كبيرًا في نسب الديون قصيرة الأجل بين الشركات المختلفة ويعكس بدرجة كبيرة اختلافات في سياسات التمويل والسيولة بين الشركات.

- **القيمة القصوى(Max)** : 41.5200 تشير إلى أن بعض الشركات تعتمد بشكل كبير على الديون قصيرة الأجل لتمويل عملياتها.

- **القيمة الأدنى(Min)** : 28.510- القيم السالبة تعبر عن وجود مواقف غير معتادة، مثل الفترات التي تتجاوز فيها الديون قصيرة الأجل حقوق الملكية، مما قد يشير إلى مشاكل مالية في بعض الفترات.

- **الانحراف المعياري(Std)** 3.6202 :يظهر أن هناك تباينًا كبيرًا في نسب الديون قصيرة الأجل بين الشركات المختلفة.

- **نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية(LTDER)**

- **القيمة القصوى(Max)** : 17.644 تشير إلى أن هناك شركات تعتمد بشكل كبير على الديون طويلة الأجل، وبالتالي يمكن أن يكون مؤشرًا على استثمارات طويلة الأجل أو مشاريع بنية تحتية، لكنه قد يزيد من مخاطر التمويل على المدى البعيد.
- **القيمة الأدنى(Min)** : تم تسجيل قيمة 44.540- والتي تعني أن بعض الشركات تعاني من مشاكل مالية كبيرة قد تؤدي إلى ديون تفوق حقوق الملكية.
- **الانحراف المعياري(Std)** : تم تسجيل قيمة3.2724 والتي تعكس التباين في استراتيجيات التمويل الطويل الأجل بين الشركات، مما يشير إلى أن هناك تفاوتًا كبيرًا في كيفية تمويل الشركات لمشاريعها طويلة الأجل.

- **هيكل الأصول(CAR)**

- **القيمة القصوى والقيمة الأدنى:** يشيران إلى أن هيكل الأصول للشركات يختلف بشكل كبير، بالإضافة إلي وجود قيم متطرفة توضح أن بعض الشركات تعتمد بشكل كبير على الأصول الثابتة بينما تعتمد أخرى على الأصول المتداولة.
- **الوسيط (50%):** يظهر أن معظم الشركات لديها نسبة متوسطة من الأصول المتداولة إلى اجمالي الأصول. هذه القيمة تعكس توازنًا عامًا في هيكل الأصول بين الشركات.
- الانحراف المعياري: الاستقرار النسبي يشير إلى أن معظم الشركات تحافظ على نسب متوازنة بين الأصول المتداولة والثابتة.

- **هيكل رأس المال(CS)**

- **القيمة القصوى:** تشير القيمة القصوى لهيكل رأس المال إلى تفاوت كبير في هيكل رأس المال بين الشركات، وهذه القيمة العالية تشير إلى أن بعض الشركات قد تكون لديها مستويات ديون مرتفعة جدًا.
- **الوسيط (50%):** تحصل المتغير على قيمة الوسيط تقدر 0.4973 يظهر أن نصف الشركات لديها هيكل رأس مال معتدل من حيث التوازن بين الديون وحقوق الملكية في مختلف شركات محل الدراسة.
- **الانحراف المعياري:** الاستقرار النسبي يشير إلى أن معظم الشركات تتبع سياسات مالية متشابهة.

- **حجم المؤسسة (LOGsize)**

- **القيمة القصوى والقيمة الأدنى:** يظهران تفاوتًا كبيرًا في حجم الشركات، هذا التفاوت الكبير يعكس الاختلافات في حجم العمليات والإيرادات والأصول بين الشركات المختلفة.
- **الوسيط (50%):** والذي يقدر 19.3717 هذه القيمة تعبر عن الحجم الأكثر شيوعًا للشركات في العينة.
- **الانحراف المعياري(Std)** :يعبر إلى وجود اختلافات كبيرة في حجم الشركات.

- **العائد على الأصول(ROA)**

- **القيمة القصوى والقيمة الأدنى:** يشيران إلى تفاوت كبير في كفاءة استخدام الأصول بين الشركات، والقيم المتطرفة تعكس الفروقات الكبيرة في أداء الشركات من حيث تحقيق الأرباح من الأصول.
- **الوسيط (50%):** يظهر أن معظم الشركات تحقق عائدًا منخفضًا على الأصول حيث تم تسجيل قيمة 0.0272، وهذه القيمة تشير إلى الأداء المتوسط للشركات في العينة.
- **الانحراف المعياري** : يعكس تباينًا في الأداء التشغيلي بقيمة 0.1048. التباين يعكس اختلافات في الكفاءة التشغيلية وإدارة الأصول بين الشركات.

- **العائد على حقوق الملكية (ROE)**

- **القيمة القصوى والقيمة الأدنى:** يشيران إلى تفاوت كبير في ربحية الشركات، وبالتالي القيم المتطرفة تشير إلى الربحية العالية لبعض الشركات والخسائر الكبيرة للبعض الآخر.
- **الوسيط (50%):** يظهر أن معظم الشركات تحقق عائدًا منخفضًا على حقوق الملكية بوسيط يقدر 0.0633، وهذه القيمة تعكس الأداء المتوسط للشركات من حيث الربحية.

ثانيا: تحليل مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الدراسة

يعد فحص مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية بمثابة خطوة مهمة لضمان متانة نماذج بيانات اللوحة (Panel data)، يتمكن الباحث من خلالها وبعد تعيين أزواج الارتباط المحتملة بين المتغيرات من تحديد ومعالجة أي مشكلات تتعلق بالعلاقة الخطية والتي من الممكن أن تنشأ عند تقدير النموذج، وتحدث مشكلة العلاقة الخطية عندما تكون المتغيرات المستقلة مرتبطة بشكل كبير مع بعضها البعض، الأمر الذي يؤدي بالضرورة إلى تقدير غير دقيق في النموذج المتبع في الدراسة

الجدول رقم 3-11: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

	PB	STDER	LTDER	CAR	CS	LOGsize	ROA	ROE
PB	1.0000							
STDER	0.3929	1.0000						
LTDER	0.1727	0.7147	1.0000					
CAR	-0.0753	-0.0726	-0.0233	1.0000				
CS	0.0081	0.0167	0.0066	0.1868	1.0000			
LOGsize	-0.0827	-0.0091	0.0648	0.4377	-0.0963	1.0000		
ROA	-0.0767	-0.0832	0.0588	-0.0669	-0.4716	0.2284	1.0000	
ROE	-0.8316	-0.7028	-0.5058	0.0455	-0.0139	0.1132	0.1444	1.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يوفر الجدول رقم 3-11 مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية والتي تبين لنا النتائج التالية:

- المتغير التابع المعبر عنه بنسبة السعر إلى القيمة الدفترية يرتبط بشكل إيجابي مع كل نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER)، نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER) وهيكل رأس المال (CS)، بحيث تقدر معاملات الارتباط المتحصل عليها بين المتغير التابع (PB) وهذه المتغيرات التفسيرية 0.3929، 0.1727، 0.0081 على التوالي.
- كما نلاحظ أيضا بأن نسبة السعر إلى القيمة الدفترية ترتبط بشكل سلبي مع كل هيكل الأصول (CAR)، حجم المؤسسة (LOGsize)، العائد على الأصول(ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، بحيث تقدر معاملات الارتباط المتحصل عليها بين المتغير التابع (PB) وهذه المتغيرات التفسيرية 0.0753-، 0.0827-، 0.0767- و0.8316- على الترتيب، ويجدر الإشارة إلى أن قوة العلاقة العكسية مع العائد على حقوق الملكية يمكن تفسيرها انطلاقا من مجموعة من العوامل منها وجود توقعات نمو مستقبلية للمؤسسة، مما يؤدي إلى زيادة سعر السهم وبالتالي ارتفاع نسبة السعر إلى القيمة الدفترية.
- وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين متغيرين هما: نسبة هيكل الأصول (CAR) وحجم المؤسسة (LOGsize)، بحيث قدر معامل الارتباط بينهما 0.4377.
- وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين متغيرين هما: هيكل رأس المال (CS) والعائد على الأصول (ROA)، بحيث قدر معامل الارتباط بينهما 0.4716

- وجود علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة إحصائية بين متغيرين هما: نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، بحيث قدر معامل الارتباط بينهما 0.7028-.
- وجود علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة إحصائية بين متغيرين هما: نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، بحيث قدر معامل الارتباط بينهما 0.5058-.

وعليه سوف نقوم بإجراء تحليل الانحدار بين المتغيرات ذات معامل الارتباط القوي للتحقيق في احتمال وجود تعدد خطي.

1- الانحدار الخطي بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) ونسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER)

تظهر نتائج الإنحدار بين متغير ربحية السهم و متغير الأرباح المحتجزة للسهم في الجدول التالي :

الجدول رقم 3-12: الانحدار الخطي بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) ونسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER)

معامل التحديد:	0.511	المتغير التابع:	STDER
معامل التحديد المصحح:	0.509	النموذج:	OLS Regression Results
إحصائية فيشر (F):	348.9	مجموع مشاهدات البانل:	336=48×07
احتمالية (F):	0.0000	الفترة:	2015-2021

المتغيرات التفسيرية	Coef	std err	T	P>|t|
CONST	0.3553	0.140	2.538	0.012
LTDER	0.7908	0.042	18.680	0.000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

من خلال النموذج يمكن استخلاص مايلي:

- معامل التحديد المصحح يأخذ في الاعتبار عدد المتغيرات التفسيرية في النموذج وعدد المشاهدات، مما يوفر تقديرًا أكثر دقة لملائمة النموذج. وفي هذا الأخير تم تسجيل ارتباط متوسط بين متغير نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) ونسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER) وهذا يتبين من خلال معامل التحديد المصحح 0.509.

- القيمة العالية لإحصائية F تشير إلى أن النموذج ككل ذو دلالة إحصائية، بحيث كانت قيمة F العالية (348.9) تشير إلى أن النموذج موثوق وله قدرة جيدة على التقدير.
- الاحتمالية المرتبطة بإحصائية F والتي قدرت (0.0000) تعني أن النموذج ذو دلالة إحصائية عالية بين STDER و LTDER
- **الاحتمالية المعامل الثابت (0.012):** تعني أن الاحتمالية المرتبطة بالمعامل الثابت هي 1.2% هذه القيمة أقل من 0.05، مما يعني أن المعامل الثابت ذو دلالة إحصائية.
- **LTDER (0.000) الاحتمالية:** الاحتمالية تساوي صفر ، مما يعني أن معامل LTDER ذو دلالة إحصائية عالية جدًا.

2- الانحدار الخطي بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) والعائد على حقوق الملكية (ROE)

تظهر نتائج الإنحدار بين متغير ربحية السهم و متغير الأرباح المحتجزة للسهم في الجدول التالي :

الجدول رقم 3-13: الانحدار الخطي بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) والعائد على حقوق الملكية (ROE)

معامل التحديد:	0.494	المتغير التابع:	STDER
معامل التحديد المصحح:	0.492	النموذج:	OLS Regression Results
إحصائية فيشر (F):	326.0	مجموع مشاهدات:	336=48×07
احتمالية (F):	0.0000	الفترة:	2021-2015

المتغيرات التفسيرية	Coef	std err	T	P>|t|
CONST	0.6396	0.141	4.541	0.000
ROE	-1.0413	0.058	-18.056	0.000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

من خلال النموذج يمكن استخلاص مايلي:

- هنالك ارتباط متوسط بين متغير الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) والعائد على حقوق الملكية (ROE) وهذا يتبين من خلال معامل التحديد المصحح 0.492

- إحصائية F تشير إلى أن النموذج ككل ذو دلالة إحصائية. قيمة F العالية (326.0) تشير إلى أن النموذج موثوق وله قدرة جيدة على التقدير.
- الاحتمالية المرتبطة بإحصائية F سجلت قيمة منخفضة جدًا (0.0000) تعني أن النموذج ذو دلالة إحصائية عالية
- **احتمالية معمل الثابت** :تعني أن الاحتمالية المرتبطة بالمعامل هي 0%. هذه القيمة أقل من 0.05، مما يعني أن المعامل الثابت ذو دلالة إحصائية.
- **احتمالية العائد على حقوق الملكية:** الاحتمالية تساوي صفر تقريبًا، مما يعني أن معامل ROE ذو دلالة إحصائية عالية جدًا.

3- الانحدار الخطي بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER) والعائد على حقوق الملكية (ROE)

تظهر نتائج الإنحدار بين متغير ربحية السهم و متغير الأرباح المحتجزة للسهم في الجدول التالي :

الجدول رقم 3-14: الانحدار الخطي بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER) والعائد على حقوق الملكية (ROE)

معامل التحديد:	0.256	المتغير التابع:	LTDER
معامل التحديد المصحح:	0.254	النموذج:	OLS Regression Results
إحصائية فيشر (F):	114.9	مجموع مشاهدات البانل:	336=48×07
احتمالية (F):	0.0000	الفترة:	2015-2021

المتغيرات التفسيرية	Coef	std err	T	P>|t|
CONST	0.4303	0.154	2.787	0.006
ROE	-0.6775	0.063	-10.718	0.000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يشير معامل التحديد (R^2) إلى أن 25.6% من التباين في LTDER يمكن تفسيره بواسطةROE ، وهو ما يعكس علاقة ضعيفة القوة بين المتغيرين. بعد تعديل معامل التحديد ليأخذ في الاعتبار عدد المتغيرات التفسيرية والمشاهدات، يظل 25.4% من التباين في LTDER مفسراً بواسطة ROE مما يعزز من قوة النموذج.

إحصائية F العالية (114.9) والقيمة المنخفضة المرتبطة بها (0.0000) تشير إلى أن النموذج ذو دلالة إحصائية قوية.

المعامل الثابت (0.4303) يشير إلى أن قيمة LTDER عندما تكون ROE تساوي صفر هي 0.4303، بينما المعامل الخاص بـROE (−0.6775) يدل على أن زيادة وحدة واحدة في ROE ترتبط بانخفاض 0.6775 في LTDER، مما يعكس علاقة سلبية بين المتغيرين.

الاحتماليات المرتبطة بالمعاملات التقديرية CONST و ROE تشير إلى دلالة إحصائية عالية لكلا المعاملين، مما يعني أن العلاقة بين LTDER وROE ليست نتيجة للصدفة وأن النموذج المستخدم موثوق وقادر على التنبؤ بفعالية.

4- الانحدار الخطي بين متغير نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (PB) والعائد على حقوق الملكية (ROE)

تظهر نتائج الإنحدار بين متغير ربحية السهم و متغير الأرباح المحتجزة للسهم في الجدول التالي :

الجدول رقم 3-15: الانحدار الخطي بين متغير نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (PB) والعائد على حقوق الملكية (ROE)

معامل التحديد:	0.692	المتغير التابع:	PB
معامل التحديد المصحح:	0.691	النموذج:	OLS Regression Results
إحصائية فيشر (F):	749.2	مجموع مشاهدات البانل:	336=48×07
احتمالية (F):	0.0000	الفترة:	2021-2015

المتغيرات التفسيرية	Coef	std err	T	P>|t|
CONST	1.8297	0.250	7.309	0.000
ROE	-2.8054	0.102	-27.371	0.000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

الانحدار الخطي البسيط هو أداة تحليلية تستخدم لفهم العلاقة بين متغير تابع ومتغير تفسيري واحد أو أكثر. في هذا التحليل، يتم استكشاف العلاقة بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (PB) كمتغير تابع، والعائد على حقوق الملكية (ROE) كمتغير تفسيري.

يلاحظ من خلال النموذج هنالك ارتباط متوسطة بين متغير نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (PB) والعائد على حقوق الملكية (ROE) وهذا يتبين من خلال معامل التحديد المصحح 0.691

- القيمة العالية لإحصائية F تشير إلى أن النموذج ككل ذو دلالة إحصائية، وقد تم تسجيل قيمة F عالية (749.2) تشير إلى أن النموذج موثوق وله قدرة جيدة
- الاحتمالية المرتبطة بإحصائية F تقيس ما إذا كانت النتائج التي توصلنا إليها قد حدثت بالصدفة. القيمة المنخفضة جدًا (0.0000) تعني أن النموذج ذو دلالة إحصائية عالية
- **احتمالية معامل الثابت :(0.000)** تعني أن الاحتمالية المرتبطة به هي أقل من 0.05، مما يعني أن المعامل الثابت ذو دلالة إحصائية.
- **احتمالية العائد على حقوق الملكية:** الاحتمالية تساوي صفر تقريبًا، مما يعني أن معامل ROE ذو دلالة إحصائية عالية جدًا.

ثالثا: نتائج استقرارية

قبل الخوض في تحليل بيانات البانل، يعد ضمان استقرارية السلاسل الزمنية والمقطعية أمرا بالغ الأهمية وذلك باستخدام مجموعة من الاختبارات المعترف بها على نطاق واسع والمتمثلة في اختبارات LLC وpp. توفر هذه الاختبارات رؤية حاسمة حول خصائص السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة لنموذج البانل.

H0: السلسلة الزمنية لها جذر وحدة أي أن السلسلة الزمنية غير مستقرة

H1: السلسلة الزمنية ليس لها جذر وحدة أي أن السلسلة الزمنية مستقرة

الجدول رقم 3-16: اختبار جذر الوحدة LLC

	اختبار جذر الوحدة	LLC	
		معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية
PB	عند المستوى I(0)	-24.1585	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	-25.4084	(0.00000)
PE	عند المستوى I(0)	-29.0600	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	-24.3964	(0.00000)

X2	عند المستوى I(0)	-45.8064	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	-29.4917	(0.00000)
X3	عند المستوى I(0)	-36.0008	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	-31.4535	(0.00000)
X4	عند المستوى I(0)	-22.9133	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	-26.1466	(0.00000)
CAR	عند المستوى I(0)	-25.4121	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	-39.1420	(0.00000)
Lsize	عند المستوى I(0)	-12.8121	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	-17.6626	(0.00000)
ROA	عند المستوى I(0)	-33.5699	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	-27.5206	(0.00000)
ROE	عند المستوى I(0)	-48.2390	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	-32.1060	(0.00000)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يتضح من الجدول أن النتائج المستمدة من الاختبار(LLC) تظهر استقرارا، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية (H0) وبالتالي عدم وجود جذر الوحدة للمتغيرات المدروسة، وتشمل هذه المتغيرات مايلي:

- **نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (PB):** الثبات في هذا المتغير يعني أن العلاقة بين سعر السهم وقيمته الدفترية مستقرة بمرور الوقت، مما يعزز من دقة التقييمات المالية.
- **نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER):** تقيس مدى اعتماد الشركة على الديون قصيرة الأجل في تمويلها، ثبات هذا المتغير يشير إلى استقرار هيكل التمويل قصير الأجل للشركة.
- **نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER):** تقيس مدى اعتماد الشركة على الديون طويلة الأجل في تمويلها. الثبات هنا يعني أن الشركة تحافظ على سياسة تمويل ثابتة بالنسبة للديون طويلة الأجل.
- **هيكل رأس المال (CS):** يمثل مزيج الديون وحقوق الملكية التي تستخدمها الشركة لتمويل أصولها. ثبات هيكل رأس المال يشير إلى استقرار استراتيجيات التمويل على المدى الطويل.

- **هيكل الأصول (CAR):** يعكس توزيع أصول الشركة بين الأصول الثابتة والأصول المتداولة. الثبات في هيكل الأصول يعني أن الشركة تحافظ على توزيع مستقر للأصول مما يؤثر على كفاءة التشغيل.
- **حجم المؤسسة (LOGsize):** يقيس حجم الشركة بناءً على الأصول أو المبيعات. الثبات في حجم المؤسسة يعني أن النمو أو الانكماش في حجم الشركة يحدث بمعدل مستقر.
- **العائد على الأصول (ROA):** يقيس كفاءة الشركة في استخدام أصولها لتحقيق الأرباح. ثبات هذا المتغير يدل على أن الشركة تحقق أداءً ماليًا مستقرًا بمرور الوقت.
- **العائد على حقوق الملكية (ROE):** يقيس الربحية من منظور حقوق الملكية. الثبات هنا يعني أن معدلات العائد على حقوق المساهمين مستقرة، مما يعكس قدرة الشركة على تحقيق عوائد مستقرة لمستثمريها.

الجدول رقم 3-17: اختبار جذر الوحدة PP

	اختبار جذر الوحدة	PP	
		معلمة الاختبار	القيمة الاحتمالية
PB	عند المستوى I(0)	170.637	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	225.379	(0.00000)
PE	عند المستوى I(0)	233.604	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	338.241	(0.00000)
X2	عند المستوى I(0)	243.642	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	251.225	(0.00000)
X3	عند المستوى I(0)	197.041	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	229.139	(0.00000)
X4	عند المستوى I(0)	253.658	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	295.844	(0.00000)
CAR	عند المستوى I(0)	188.478	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	257.557	(0.00000)
Lsize	عند المستوى I(0)	195.158	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	241.496	(0.00000)

ROA	عند المستوى I(0)	173.654	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	219.598	(0.00000)
ROE	عند المستوى I(0)	219.749	(0.00000)
	عند الفرق الأول I(1)	268.513	(0.00000)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

يوضح الجدول السابق النتائج المستمدة من الاختبار(PP) تظهر استقرارا، مما يشير إلى قبول الفرضية العدمية (H_0) وبالتالي عدم وجود جذر الوحدة للمتغيرات المدروسة.

المطلب الثاني: تقدير النماذج واختبار نموذج الدراسة الملائم

بعد استعراض الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة وتحليلها وصفيا، ننتقل الآن إلى مرحلة أكثر عمقا تتمثل في تقدير النماذج واختبار مدى ملاءمتها لبيانات الدراسة. يهدف هذا الجزء إلى اختيار النموذج الأنسب الذي يعكس العلاقة بين المتغيرات بطريقة موثوقة، مما يساعد في تفسير الظاهرة محل الدراسة بشكل أكثر دقة.

أولا: نموذج الانحدار التجميعي

تم تقدير النموذج التجميعي بالاعتماد على لغة البرمجة Python والذي أعطى النتائج التي يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم 3-18: نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي

معامل التحديد:	0.805	المتغير التابع:	PB
معامل التحديد المصحح:	0.801	النموذج:	نموذج الانحدار التجميعي
إحصائية فيشر (F):	193.8	مجموع مشاهدات البانل:	336=48×07
احتمالية (F):	0.0000	الفترة:	2021-2015

المتغيرات التفسيرية	Coef	std err	T	P>|t|
CONST	-1.6684	1.692	-0.986	0.325
STDER	-0.4983	0.097	-5.131	0.000
LTDER	-0.6482	0.090	-7.232	0.000
CAR	-3.2742	1.044	-3.137	0.002

CS	0.8735	0.384	2.276	0.023
LOGSIZE	0.2806	0.095	2.954	0.003
ROA	6.9887	2.285	3.058	0.002
ROE	-3.8225	0.118	-32.388	0.000

Omnibus:	**166.484**	**Durbin-Watson:**	**1.520**
Prob(Omnibus):	**0.000**	**Jarque-Bera (JB):**	**7039.785**
Skew:	**-1.311**	**Prob(JB):**	**0.00**
Kurtosis:	**25.270**	**Cond. No.**	**230.**

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

من خلال الجدول أعلاه يتبين مبدئيا أن النموذج التجميعي مقبول من الناحية الإحصائية باعتبار أن احتمالية فيشر أقل من مستوى المعنوية 0.50 ،كما يتبين أن معامل التحديد 80.10%.

ثانيا: نموذج الآثار الفردية الثابتة

نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 3-19: نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة

معامل التحديد:	0.8655	المتغير التابع:	PB
معامل التحديد المصحح:	0.8655	النموذج:	نموذج الانحدار الثابتة
إحصائية فيشر (F):	257.34	مجموع مشاهدات البانل:	336=48×07
احتمالية (F):	0.0000	الفترة:	2021-2015

المتغيرات التفسيرية	Coef	std err	T	P>|t|
CONST	-52.457	23.029	-2.2778	0.0235
STDER	-0.6808	0.0953	-7.1468	0.0000
LTDER	-0.7223	0.0898	-8.0394	0.0000
CAR	-4.7948	2.7561	-1.7397	0.0830
CS	1.1214	0.4865	2.3051	0.0219
LOGSIZE	2.9089	1.1656	2.4956	0.0132
ROA	5.3416	2.3587	2.2646	0.0243
ROE	-4.1968	0.1150	-36.479	0.0000

F-test for Poolability: 3.9578
P-value: 0.0000
Distribution: F(48,280)

Included effects: Entity

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

من خلال الجدول أعلاه يتبين مبدئيا أن النموذج الآثار الفردية الثابتة مقبول من الناحية الإحصائية باعتبار أن احتمالية فيشر أقل من مستوى المعنوية 0.50 ،كما يتبين أن معامل التحديد 80.10%.

ثالثا: نموذج الآثار الفردية العشوائية

نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية العشوائية موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 3-20: نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية العشوائية

معامل التحديد:	0.8416	المتغير التابع:	PB
معامل التحديد المصحح:	0.8027	النموذج:	نموذج الآثار العشوائية
إحصائية فيشر (F):	249.05	مجموع مشاهدات البانل:	336=48×07
احتمالية (F):	0.0000	الفترة:	2021-2015

المتغيرات التفسيرية	Coef	std err	T	P>|t|
CONST	-2.4121	2.5228	-0.9561	0.3397
STDER	-0.5899	0.0917	-6.4334	0.0000
LTDER	-0.7012	0.0862	-8.1371	0.0000
CAR	-3.6364	1.4383	-2.5283	0.0119
CS	0.6291	0.3698	1.7014	0.0898
LOGSIZE	0.3391	0.1386	2.4470	0.0149
ROA	6.1277	2.2334	2.7437	0.0064
ROE	-4.0288	0.1110	-36.307	0.0000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

من خلال الجدول أعلاه يتبين مبدئيا أن النموذج الآثار الفردية الثابتة مقبول من الناحية الإحصائية باعتبار أن احتمالية فيشر أقل من مستوى المعنوية 0.50، كما يتبين أن معامل التحديد 80.27%.

حتى يتم اختيار النموذج الأكثر كفاءة من الناحية القياسية، يجب إجراء عدة اختبارات للمقارنة بين النماذج المقدرة مسبقاً.

رابعا: اختبار مضاعف لاغرانج

يعتبر اختبار مضاعف لاغرانج (Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test) أداة هامة في تحليل بيانات البانل للمفاضلة بين النموذج التجميعي (Pooled Model) ونموذج الآثار الفردية العشوائي(Random Effects Model) ، تتمثل فرضيات اختبار مضاعف لاغرانج (بن شهيدة، حمداني، و علام، 2021، صفحة 726):

H_0: نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم

H_1: نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم

الجدول رقم 3-21: نتائج اختبار مضاعف لاغرانج

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	p-value
Breusch-Pagan	419.76348763	0.0000

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

قد أظهرت نتائج اختبار مضاعف لاغرانج في الجدول السابق رقم 3-21، أن احتمالية الإحصائية والتي قدرت 0.0000 أصغر من مستوى معنوية 5%، لذلك نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0، مما يشير إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو النموذج الملائم لتقدير أثر محددات الهيكل المالي على القيمة السوقية للشركات محل الدراسة.

خامسا: اختبار Hausman

يعتبر اختبار هوسمان (Hausman Test) أداة هامة للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effects Model) ونموذج الآثار العشوائية(Random Effects Model) ، يهدف الاختبار إلى التحقق مما إذا كانت الفروقات بين تقديرات النموذجين ثابتة أو عشوائية، تتمثل فرضيات اختبار هوسمان (مسيكني، صلعة، و سايح، 2021، صفحة 539):

H_0: نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم

H_1: نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم

الجدول 3-22: نتائج اختبار(Hausman)

Hausman test statistic	47.10646448930173
P-value:	5.3213667694507194e-08
Hausman test rejects the null hypothesis (use fixed effects).	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على لغة البرمجة Python

وفقًا لنتائج اختبار Hausman والمبين في الجدول رقم 00، يظهر أن الاحتمال المرافق لإحصائية اختبار هوسمان بقيمة 47.106 أكبر من مستوى المعنوية 5%، ولذلك يتم رفض الفرضية البديلة H_1 وقبول الفرضية الصفرية H_0، مما يشير إلى أن نموذج الآثار الفردية الثابتة هو النموذج الملائم لتفسير العلاقة. بناءً على ذلك، نعتمد على نتائج الآثار الفردية الثابتة في تحليل هذا النموذج القياسي.

المطلب الثالث: تحليل النتائج واختبار فرضيات الدراسة

بعد تقدير نماذج البانل، تم التوصل إلى أن النموذج الآثار الفردية الثابتة هو النموذج الملائم لدراسة أثر محددات الهيكل المالي على القيمة السوقية في الشركات الاقتصادية عينة الدراسة لذلك سيتم تحليل النتائج في هذا المطلب انطلاقا من النموذج الملائم واختبار صحة الفرضيات المطروحة.

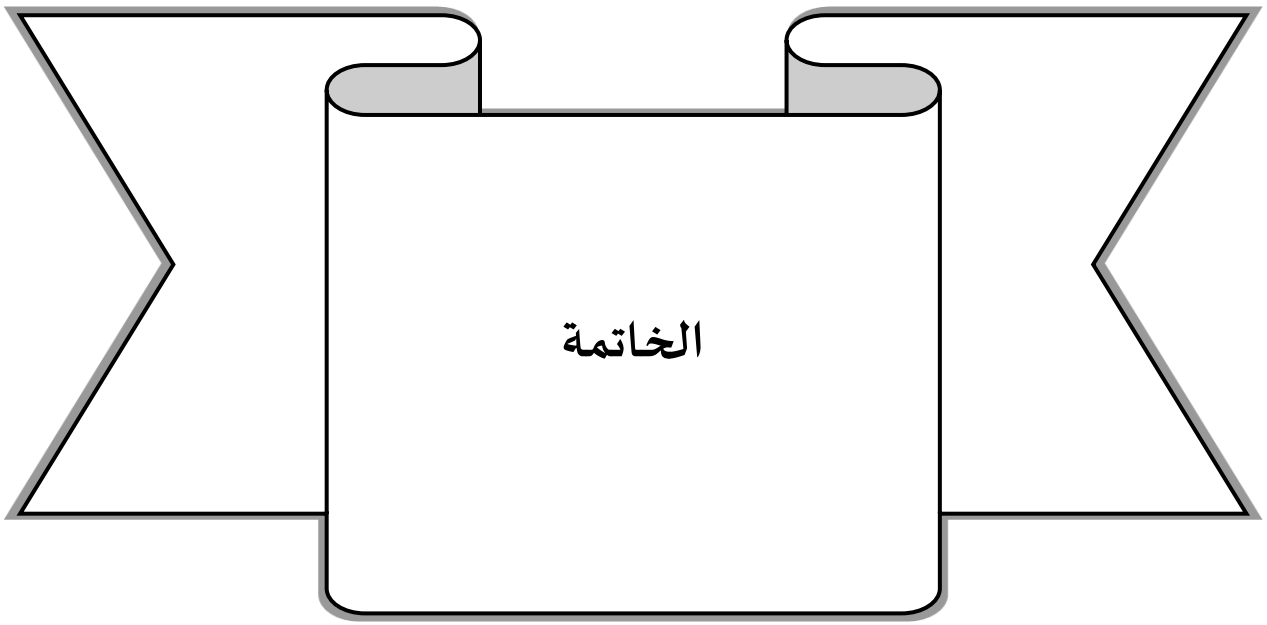
- يشير معامل التحديد (0.8655) إلى أن المتغيرات التفسيرية للنموذج والمتمثلة في كل من نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية، نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية، هيكل الأصول، هيكل رأس المال، حجم المؤسسة، العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية تفسر 86.55% من التغيرات الحاصلة في نسبة السعر السوقي إلى القيمة لدفترية (PB)، أما نسبة 13.45% تعود لعوامل أخرى، وتشير كذلك احتمالية إحصائية فيشر أقل من مستويات الدلالة 0.05 وبالتالي فان المتغيرات المستقلة تؤثر على المتغير التابع مما يؤكد صحة النموذج المفسر.
- بالنسبة لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية فقد تمتع بمعنوي إحصائيا عند المستوى 1% وبإشارة سالبة (0.6808-) وبالتالي وجود علاقة عكسية بين المتغير نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية ونسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية، ويمكن تفسير ذلك نتيجة زيادة المخاطر المالية بسبب اعتماد المؤسسة بشكل كبير على الالتزامات الفورية لتلبية عملياتها، وهذا ما يؤدي الى رفع المخاطر المالية لأن الشركة تواجه ضغوطات مستمرة لسداد هذه الديون.

- نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية حققت معنوية إحصائية عند المستوى 1% وبإشارة سالبة (0.7223−) وبالتالي وجود علاقة عكسية بين المتغير نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية ونسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية، مما يعبر عن تفضيل المستثمرين
- بالنسبة هيكل الأصول فقد تمتع بمعنوي إحصائيا عند المستوى 10% وبإشارة سالبة (4.7948−) وبالتالي وجود علاقة عكسية بين المتغير هيكل الأصول ونسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية، ويمكن تفسير هذه النتيجة بميل المستثمرون إلى وضع قيمة أعلى على الشركات التي يمكنها التكيف بسرعة مع ظروف السوق المتغيرة، بحيث تتمتع المؤسسات التي لديها نسبة أعلى من الأصول الثابتة بأقل نسبة مرونة مما يجعلها عرضة للضائقة مالية في حالة عدم اليقين الاقتصادي.
- بالنسبة لنسبة هيكل رأس المال فقد تمتع بمعنوي إحصائيا عند المستوى 1% وبإشارة موجبة (1.1214) وبالتالي وجود علاقة طردية بين متغير هيكل رأس المال إلى حقوق الملكية ونسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية. قد ينظر إلى الشركات ذات الاستدانة الأعلى على أنها تتمتع بإمكانات نمو أعلى، وخاصة في الأسواق النامية أو سريعة النمو مثل دول مجلس التعاون الخليجي. قد يكون المستثمرون على استعداد لدفع علاوة (سعر سوقي أعلى) لمثل هذه الشركات إذا اعتقدوا أن العائدات الناتجة عن رأس المال المقترض ستتجاوز تكلفة الدين.
- بالنسبة حجم المؤسسة فقد تمتع بمعنوي إحصائيا عند المستوى 1% وبإشارة موجبة (2.9089) وبالتالي وجود علاقة طردية بين المتغير حجم المؤسسة ونسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية
- بالنسبة لنسبة العائد على الأصول فقد تمتع بمعنوي إحصائيا عند المستوى 1% وبإشارة موجبة (5.3416) وبالتالي وجود علاقة طردية بين المتغير نسبة العائد على الأصول ونسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية
- بالنسبة للعائد على حقوق الملكية فقد تمتع بمعنوي إحصائيا عند المستوى 1% وبإشارة سالبة (4.1968−) وبالتالي وجود علاقة عكسية بين المتغير العائد على حقوق الملكية ونسبة السعر السوقي إلى القيمة الدفترية يمكن أن ينتج العائد على حقوق الملكية المرتفع في بعض الأحيان عن زيادة الرافعة المالية (أي الاعتماد بشكل أكبر على الديون). قد تزيد المؤسسات من ديونها لتعزيز العائد على حقوق الملكية، ولكن هذا يأتي مع مخاطر مالية أعلى. قد يفسر المستثمرون العائد المرتفع على حقوق الملكية في هذا السياق على أنه غير مستدام أو محفوف بالمخاطر

خلاصة الفصل الثالث

بعد عرض وتحليل بيانات عينة الدراسة، وتقييم نموذج الدراسة القياسية من خلال عدة اختبارات، لتبيان صدق وصلاحية نموذج الدراسة، وبعد قبول النموذج تم اختبار الفرضيات الرئيسية والفرعية، التي وضحت أن هنالك وجود فعلي لأثر محددات الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، وتم التوصل الى النتائج التالية:

- أظهرت كل من نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (0.6808−) ونسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (0.7223−) تأثيراً سلبياً ومعنوياً عند المستوى 1%. هذا يشير إلى أن زيادة الاعتماد على الديون، سواء قصيرة أو طويلة الأجل، يزيد من المخاطر المالية ويقلل من ثقة المستثمرين في القيمة السوقية للشركات. كذلك، هيكل الأصول (4.7948−) حقق علاقة سلبية معنوية عند المستوى 10%، مما يعني أن الشركات التي تعتمد بشكل أكبر على الأصول الثابتة تعتبر أقل مرونة وأكثر عرضة للمخاطر الاقتصادية.
- ما بالنسبة للمتغيرات التي حققت علاقة طردية، فقد تمثلت في هيكل رأس المال (1.1214) وحجم المؤسسة (2.9089) والعائد على الأصول (5.3416)، حيث كانت جميعها معنوية عند المستوى 1%. يشير ذلك إلى أن المؤسسات ذات الاستدانة المرتفعة، الحجم الأكبر، والعائد الأعلى على الأصول تحقق قيمة سوقية أعلى، حيث يراها المستثمرون على أنها تتمتع بفرص نمو أكبر واستقرار مالي أفضل.


الخاتمة

الخاتمة

يهدف أثر محددات الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في دول مجلس التعاون الخليجي لتعزيز الأداء المالي والاستثماري لهذه المؤسسات. يمثل الهيكل المالي أحد العوامل الرئيسية التي تؤثر على قرارات المستثمرين، سواء من حيث التمويل بالديون أو حقوق الملكية، ولهذا يصبح الاهتمام بإدارة الهيكل المالي ضرورة لتعظيم القيمة السوقية وتقليل المخاطر المالية المرتبطة بالتمويل.

في ضوء هذا، يمكن للمؤسسات الاقتصادية في دول الخليج الاستفادة من تطوير استراتيجيات مالية فعالة، تجمع بين الاستقرار والنمو، مع ضمان الشفافية والإفصاح المالي لتعزيز الثقة بين الأطراف المعنية، بما يعزز موقعها في الأسواق المحلية والدولية.

للإجابة على اشكالية البحث تم القيام بدراسة موضوع في شقيه النظري والتطبيقي، حيث تم دراسة المفاهيم النظرية والأدبيات التطبيقية لتوضيح العلاقة بين المتغيرات نضريا، وكذا الدراسة القياسية التطبيقية التي تم فيها اختبار الفرضيات والتوصل الى ما يلي:

أولا: النتائج

توصلت الدراسة الى مايلي:

مناقشة نتائج الجانب النظري:

- **أهمية الهيكل المالي** :استعرضت الدراسة الهيكل المالي باعتباره عنصرًا أساسيًا يؤثر بشكل كبير على الاستقرار المالي والقيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية. يشمل الهيكل المالي مزيجًا من مصادر التمويل مثل الديون قصيرة وطويلة الأجل، والتمويل بالأسهم، وقد تم توضيح كيفية تأثير هذا التكوين المالي على أداء الشركات في الأسواق المالية.
- **النظريات المالية** :تم التركيز على النظريات الرئيسية التي تفسر العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية .**نظرية ميلر وموديغلياني** أشارت إلى أن قيمة الشركة في أسواق مثالية لا تتأثر بقرار التمويل سواء بالدين أو بالملكية، إلا أن الواقع الاقتصادي يفرض أهمية دراسة تأثير الديون خاصة مع الأخذ في الاعتبار الضرائب وتكاليف الإفلاس .**نظرية الوكالة** تناولت التحديات التي تنشأ بسبب تضارب المصالح بين الملاك والمديرين وأثر ذلك على القرارات المالية والهيكل المالي. أما **نظرية الإفلاس** فركزت على تأثير احتمالية الإفلاس المرتبط بزيادة الديون، حيث تؤدي زيادة الديون إلى زيادة مخاطر الإفلاس، مما يقلل من قيمة الشركة في السوق

- **الدراسات السابقة** :تناولت الدراسات السابقة تأثير محددات الهيكل المالي مثل نسبة الديون وهيكل الأصول وحجم المؤسسة على القيمة السوقية. وجدت هذه الدراسات أن هناك علاقة واضحة بين هذه المحددات والأداء المالي، حيث تتباين آثار هذه المتغيرات حسب الظروف الاقتصادية والجغرافية. تم التركيز بشكل خاص على الأسواق النامية مثل دول مجلس التعاون الخليجي، التي أظهرت فيها المؤسسات تطورًا ملحوظًا في هياكلها المالية، مما ساهم في زيادة قيمتها السوقية

مناقشة نتائج الدراسة القياسية:

- في الجانب التطبيقي، تم اختبار الفرضيات على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي للفترة 2015–2021. أظهرت النتائج أن هناك تأثيرًا ملموسًا لمحددات الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات. على سبيل المثال، **نسبة الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل** كانت ذات تأثير سلبي، مما يعكس زيادة المخاطر المالية عند الاعتماد المفرط على الديون، سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل. هذا يؤكد أهمية تحقيق توازن مالي جيد لتقليل المخاطر وزيادة ثقة المستثمرين
- **دور هيكل الأصول وحجم المؤسسة** :أظهرت الدراسة أيضًا أن **هيكل الأصول** و**حجم المؤسسة** يؤثران بشكل مباشر على القيمة السوقية. المؤسسات التي تمتلك أصولًا ثابتة أكثر كانت أقل مرونة في مواجهة التقلبات الاقتصادية، مما أدى إلى انخفاض قيمتها السوقية. من ناحية أخرى، الشركات الأكبر حجمًا كانت تتمتع بقيمة سوقية أعلى، حيث يُنظر إليها على أنها أكثر استقرارًا وقادرة على توليد عوائد أعلى
- **العائد على الأصول وحقوق الملكية** :النتائج التطبيقية أظهرت كذلك أن **العائد على الأصول** له تأثير إيجابي على القيمة السوقية، حيث يعتبر مؤشرًا على كفاءة استخدام الأصول في توليد الأرباح. بالمقابل، **العائد على حقوق الملكية** كان له تأثير سلبي.

ثانيا: اختبار الفرضيات

من خلال الدراسة القياسية لأثر محددات الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، تم اختبار فرضيات الدراسة والتوصل الى:

1- الفرضية الرئيسية

أظهرت النتائج القياسية اثبات صحة الفرضية الرئيسية القائلة

2- الفرضية الفرعية الأولى

أظهرت النتائج الإحصائية اثبات صحة الفرضية الأولى **[هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية]**، حيث تم تأكيد وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند المستوى 1%، وهذا ما اتفقت عليه مع دراسة (ضيف و زوزي، 2012) ودراسة (Divya & Purna Chandra, 2017)

3- الفرضية الفرعية الثانية

أظهرت النتائج الإحصائية اثبات صحة الفرضية الثانية **[هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية ونسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية]**، حيث تم تأكيد وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند المستوى 1%

4- الفرضية الفرعية الثالثة

أظهرت النتائج الإحصائية اثبات صحة الفرضية الثالثة **[هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية وهيكل الأصول]** ، حيث تم تأكيد وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند المستوى 1%

5- الفرضية الفرعية الرابعة

أظهرت النتائج الإحصائية اثبات صحة الفرضية الرابعة **[هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية وهيكل رأس المال]**، حيث تم تأكيد وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند المستوى 1%

6- الفرضية الفرعية الخامسة

أظهرت النتائج الإحصائية اثبات صحة الفرضية الخامسة **[هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية وحجم المؤسسة]** ، حيث تم تأكيد وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند المستوى 1%، وهذا ما اختلفت فيه مع دراسة (ضيف و زوزي، 2012) ولكنها انفقت مع دراسة (Divya & Purna Chandra, 2017)

7- الفرضية الفرعية السادسة

أظهرت النتائج الإحصائية اثبات صحة الفرضية السادسة **[هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية والعائد على الأصول]** ، حيث تم تأكيد وجود

علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند المستوى 1%، وهذا ما اتفقت فيه مع دراسة (بلقاسمي و شلابي، 2022) واختلفت النتائج مع دراسة (ضيف و زوزي، 2012) ودراسة (Divya & Purna Chandra, 2017)

8- الفرضية الفرعية السابعة

أظهرت النتائج الإحصائية اثبات صحة الفرضية السابعة **[هنالك علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) بين نسبة السعر إلى القيمة الدفترية والعائد على حقوق الملكية]** ، حيث تم تأكيد وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند المستوى 1%، وهذا ما اختلفت فيه مع دراسة (بلقاسمي و شلابي، 2022) وكذلك دراسة (ضيف و زوزي، 2012)

ثالثا: التوصيات والاقتراحات

1- **تحقيق توازن في الهيكل المالي:**

ينبغي على المؤسسات الاقتصادية تحقيق توازن جيد بين مصادر التمويل الخاصة بها، سواء من خلال الديون أو حقوق الملكية. الاعتماد المفرط على الديون سواء قصيرة أو طويلة الأجل يزيد من المخاطر المالية ويقلل من القيمة السوقية للمؤسسات، ولذلك يوصى بإعادة تقييم سياسة التمويل بشكل دوري بما يتماشى مع الظروف الاقتصادية المتغيرة.

2- **نعزيز الشفافية والإفصاح المالي:**

من المهم أن تكون المؤسسات الاقتصادية شفافة فيما يتعلق بهياكلها المالية وأدائها المالي. الإفصاح الدقيق والمستمر حول الديون، حقوق الملكية، وحجم الأصول يمكن أن يساعد في تعزيز ثقة المستثمرين وزيادة القيمة السوقية. كما يجب تقديم تقارير مالية متكاملة توضح كيفية استخدام الأصول وتحقيق العائد على حقوق الملكية.

3- **إدارة هيكل الأصول بمرونة أكبر:**

أظهرت الدراسة أن المؤسسات ذات الأصول الثابتة الكبيرة تكون أقل مرونة في مواجهة التقلبات الاقتصادية. لذلك، يوصى بتنويع الأصول والتركيز على الأصول السائلة والمرنة التي يمكن إدارتها بشكل فعال في مواجهة الأزمات الاقتصادية للحفاظ على استقرار الأداء المالي والقيمة السوقية.

4- **إدارة مخاطرة الديون بشكل استراتيجي:**

يجب على المؤسسات إدارة ديونها بشكل استراتيجي للحفاظ على مستويات معتدلة من المخاطرة.

ينبغي التركيز على تقليل الاعتماد على الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل بما يتماشى مع استراتيجيات النمو المستدامة، وتعزيز استخدام حقوق الملكية في التمويل كلما كان ذلك ممكنًا.

المراجع

المراجع باللغة العربية

1. أجين برغام. (2018). *الادارة المالية (2) أسس تقييم المشاريع – تقييم الشركات – القرارات التمويلية الاستراتيجية*. (فتوح محمود، و عمر عبد الكريم، المترجمون) حلب سوريا: شعاع للنشر والعلوم.

2. أحمد لمين بوغنامة ، و رفيق يوسفي. (2023). تطبيقات الشبكات العصبية الاصطناعية في التنبؤ بسعر سلة الأوبك باستخدام لغة البرمجة Python. *ملتقى دولي تطبيقات الذكاء الاصطناعي والتكنولوجيا المالية وسبل تحقيق*، (الصفحات 01-16). جامعة سوق اهراس.

3. أسماء بلعلمي. (2019). مدى تأثير المرونة المالية للمؤسسة في الرفع من قدرتها على الاستثمار – دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية. *الاقتصاد الصناعي*، 184-205. تم الاسترداد من https://www.asjp.cerist.dz/en/article/113545

4. ال شبيب دريد كامل. (2010). *ادارة مالية الشركات المتقدمة*. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.

5. الزايدي بلقاسمي، و نعيمة شلابي. (15 06, 2022). الرفع المالي وأثره على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2010-2020). *مجلة أبحاث ودراسات التنمية*، الصفحات 125-147.

6. الزايدي بلقاسمي، و نعيمة شلابي. (جوان, 2022). الرفع المالي وأثره على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2010-2020). *مجلة أبحاث ودراسات التنمية*، الصفحات 125-147.

7. العابد الصادق. (2016). *الأوراق التجارية من الانشاء الى الايفاء*. تونس: مجمع الأطرش للكتاب المختص.

8. الغالي بن ابراهيم، و محمد عدنان بن ضيف. (2019). *الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات*. الجزائر: دار بن زيد للطباعة والنشر.

9. القاضي شريف. (2021). *الائتمان المصرفي (الطريق الى الشمول المالي)*. مصر: مؤسسة الكاتب العربي - The Writer Operation.

10. المهدي حجاج، و بلال شيخي. (2014). تفسير أثر الإهتلاك على التوازن المالي في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي. *مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية*، 243-261. تم الاسترداد من en/article/61612/https://www.asjp.cerist.dz

11. امال لعقون، و امان يوسفي. (03 06, 2021). خلق القيمة في المؤسسة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA -دراسة حالة مؤسسة الأوراسي 2002-2019. *دراسات اقتصادية*، الصفحات 234-251.

12. أنس مسيكني، سمية صلعة، و حمزة سايح. (12 07, 2021). دراسة قياسية لأثر العولمة على النمو الاقتصادي للفترة 1995-2015 "دول المغرب العربي". *مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة*، الصفحات 529-542.

13. باية كنزة شرابي. (2014-2013). العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية-. *مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير*، 1-211.

14. بحرية مواعي، و عبد القادر براينيس. (03, 2016). جدلية القيمة بين الفكر الاقتصادي والفكر المالي. *مجلة البشائر الاقتصادية*، الصفحات 85-98.

15. بكاري بلخير، و أيوب ضيف. (2017). محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة "دراسة تطبيقية لعينة عاملة في قطاع الخدمات بولاية ورقلى للفترة 2011-2014. *مجلة الواحات للبحوث والدراسات*، 590-614. تم الاسترداد من https://www.asjp.cerist.dz/en/article/77512

16. بلال سباع، و سامية عمر عبدة. (2022). نمذجة علاقة الرافعة المالية وحجم المؤسسة بالقيمة الاقتصادية المضافة باستخدام بيانات البانل للفترة(2010-2019). *مجلة المؤسسة*، 127-142. تم الاسترداد من https://www.asjp.cerist.dz/en/article/19767

17. بلخير بكاري، و هواري سويسي. (12, 2006). مراحل عملية تقييم المؤسسات (مخطط العمل). *مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية*، الصفحات 93-110.

18. بورصة البحرين. (بلا تاريخ). *بورصة البحرين*. تاريخ الاسترداد 24 04, 2024، من من نحن: https://bahrainbourse.com/ar/Corporate%20Profile/AboutUs/who-we-are

19. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). *بورصة الكويت*. تاريخ الاسترداد 28 04, 2024، من مؤشر السوق الرئيسي 50: https://www.boursakuwait.com.kw/ar/securities/indices/bk-main-50

20. بورصة الكويت. (بلا تاريخ). *بورصة الكويت*. تاريخ الاسترداد 28 04, 2024، من نبذة عن بورصة الكويت: https://www.boursakuwait.com.kw/ar/history

21. بورصة عمان. (بلا تاريخ). *المؤشرات الرئيسية*. تاريخ الاسترداد 23 04, 2024، من بورصة عمان: https://www.ase.com.jo/ar/asar-alswq/mwshrat/almwshrat-alryysyt

22. بورصة قطر. (بلا تاريخ). *بورصة قطر*. تاريخ الاسترداد 27 04, 2024، من نبذة عن بورصة قطر: https://www.qe.com.qa/ar/historical-background

23. تداول السعودية. (بلا تاريخ). *تداول السعودية*. تاريخ الاسترداد 05 05, 2024، من حول تداول السعودية: https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/saudiexchange/about-saudi-exchange/aboutus/saudi-exchange?locale=ar

24. جمال قدام، و جمال الدين ترفاس. (أوت, 2019). أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز DJIA. *مجلة البشائر الاقتصادية*، الصفحات 46-62.

25. جميل أحمد توفيق. (1987). *أساسيات الادارة المالية*. بيروت: دار النهضة العربية للطباعة والنشر والتوزيع.

26. حدة خبيرة أنفال. (2012). *تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة: مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة*. الجزائر: مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في تخصص اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة.

27. حمزة طيبي، و بخاوة محمد الأمين. (15 03, 2023). دراسة تحليلية للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة (دليل من الشركات الصناعية المدرجة بالبورصة المصرية). *مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية*، الصفحات 220-235.

28. حمزة غربي، و مصطفى قمان. (31 12, 2021). مكانة الضرائب في أمثلية الهيكلة المالية حسب موديقلياني وميلر -اختبار تجريبي على عينة من المؤسسات الجزائرية-. *social and human sciences review مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية*، الصفحات 103-124.

29. حمزة محمود الزبيدي. (2000). *التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل*. عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.

30. حيكم بن جروة. (2014). أثر تسويق العلاقات مع الزبون على تنافسية المؤسسات الإقتصادية (اطروحة دكتوراه). كلية العلوم الإقتصادية، التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3.

31. خالد أحمد على محمود. (2019). *اقتصاد المعرفة وادارة الأزمات المالية*. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.

32. رانية كوثر رابحي. (01 02, 2022). تطور نظرية القيمة في الفكر الاقتصادي والمالي. *مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي*، الصفحات 153-172.

33. رانية كوثر رابحي، و ابراهيم بومزايد. (28 09, 2018). مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية. *مجلة الباحث الاقتصادي*، الصفحات 367-395.

34. راهي الحسناوي سالم صلال. (2017). *الاستثمار والتمويل في الاصول المالية*. القاهرة – جمهورية مصر العربية: مؤسسة دار الصادق الثقافية.

35. سارة بن شهيدة، موسى حمداني، و فاطمة علام. (2021). السياحة والنمو الاقتصادي في الدول الناشئة: دراسة قياسية باستعمال معطيات البانل خلال الفترة 1995-2018. *دفاتر البحوث العلمية*، الصفحات 719-733.

36. سعيدي حنان. (30 03, 2020). دور قياس القيمة الحقيقية للألسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية في اتخاذ القرار الاستثماري –دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر–. *مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة*، الصفحات 50-25.

37. سليم مجلخ، و وليد بشيشي. (03 06, 2019). محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR. *دراسات اقتصادية*، الصفحات 116-139.

38. سليمان بن شريف. (2018). تأثيرات التمويل بالمستحقات على استمرارية المؤسسة وانقضائها. *دفاتر السياسة والقانون*، 315-330. تم الاسترداد من https://www.asjp.cerist.dz/en/article/78119

39. سليمان صادق درمان . (2012). *التسويق المعرفي المبني على إدارة علاقات ومعرفة الزبون التسويقية* (المجلد ط1). عمان- الأردن : دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع.

40. سليمان ين الشريف. (2018). المفاضلة بين البدائل التمويلية –دراسة قانونية واقتصادية– . *مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية*، 375-397. تم الاسترداد من https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/65/11/2/72786

41. سهايلية نبيلة، و بوكثير جبار. (06, 2017). عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014). *مجلة ميلاف للبحوث والدراسات*، الصفحات 241-267.

42. سوق دبي المالي. (بلا تاريخ). *الأسهم*. تاريخ الاسترداد 25 04, 2024، من سوق دبي المالي: https://www.dfm.ae/ar/the-exchange/market-information/company/DFM/profile

43. سويسي هواري. (2008-2007). *تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر*. جامعة الجزائر : أطروحة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية .

44. شاهين محمد محمد عبد الله. (2017). *سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية*. مصر: دار حميثرا للنشر.

45. طباخ الهام. (04 11, 2019). أثر كفاية رأس المال على معدل العائد على خقوق الملكية في البنوك الاسلامية دراسة حالة عينة من البنوك الاسلامية خلال الفترة من 2010-2016. *المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية*، الصفحات 259-272.

46. عبد الباقي إسماعيل إبراهيم . (2016). *إدارة البنوك التجارية*. الأردن: دار غيداء للنشر والتوزيع.

47. عبد الحق قنون، و مريم قنون. (12 05, 2020). تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لأسهم الشركات الخدمية المدرجة في مؤشر SBF 120 الفرنسي خلال الفترة (2013-2017). *مجلة افاق علمية*، الصفحات 491-512.

48. عدنان تايه النعيمي، و أرشد فؤاد التميمي. (2019). *الادارة المالية المتقدمة*. الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.

49. غالم عبد الله، و خزان عبد الحفيظ. (01 03, 2016). أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، وأقسامها). *مجلة الاجتهاد القضائي*، الصفحات 69-88.

50. قريني وردة، و بورديمة سعيدة. (جوان, 2022). أثر تكلفة التمويل في القيمة السوقية لمجموعة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان للفترة: (2019-2012). *مجلة الاقتصاد وادارة الأعمال*، الصفحات 64-81.

51. كهينة رشام. (12, 2017). الأسواق المالية في الدول العربية –الواقع والافاق–. *معارف* ، الصفحات 353–367.

52. ماجد بن عابد الخروصي. (2018). *أبرز ملامح الاقتصاد العماني خلال الفترة 1970–2016*. سلطنة عمان : الأمانة العامة المساعدة لشؤون مركز المعلومات والبحوث –دائرة البحوث الاقتصادية والمالية–.

53. متولي عطيه متولي السيد. (31 12, 2021). أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف السعودية. *مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة*، الصفحات 475–513.

54. محمد الفاتح محمود بشير المغربي. (2019). *ادارة التمويل المصرفي*. القاهرة: الاكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي.

55. محمد براق. (15 03, 1999). أسواق الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر. *Revue Algérienne des Sciences Juridiques et Politiques*، الصفحات 81–113.

56. محمد ساحل. (2019). *التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية*. الاردن: مركز الكتاب الأكاديمي للنشر والتوزيع.

57. محمد عبد الحفيظي، و عادل سلماني. (25 12, 2014). كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال. *مجلة البديل الاقتصادي*، الصفحات 204–230.

58. محمد علي ابراهيم العامري. (2010). *الادارة المالية االمتقدمة*. الاردن: اثراء للنشر والتوزيع.

59. محمد غياث شيخة. (2021). *التمويل المبادئ–السياسات–الوجيهات الحديثة*. دمشق: دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع

60. محمد يزيد صالحي، و عبد العزيز قتال. (11 05, 2020). تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية لسهم أليانس للتأمينات خلال الفترة (2012 –2018). *مجلة العلوم الانسانية لجامعة أم البواقي* ، الصفحات 710–725.

61. مريم عمارة، و حامد نور الدين. (2016). *التدقيق الداخلي للتثبيتات في المؤسسات الاقتصادية*. الاردن: دار زهران للنشر والتوزيع.

62. مصطفي يوسف كافي. (2009). *بورصة الأوراق المالية*. دمشق: دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع.

63. معمر شنوف. (15 03, 2015). الاسناد التجارية وتنازع القوانين، اعمال نص المادة 21 من القانون المدني الجزائري واتفاقية جنيف لقانون الصرف الموحد. *مجلة الحقوق والعلوم الانسانية*، الصفحات 277–294.

64. مقيمح صبري. (2014). محددا ت الربحية في البنوك التجارية: دراسة تطبيقة والتنمية الريفية الجزائري. *مجلة الحقيقة*، 380–410. تم الاسترداد من https://www.asjp.cerist.dz/en/article/14110

65. ممدوح شلبي ريهام. (2023). *حوكمة الشركات*. الأردن: دار اليازوري العلمية.

66. منير ابراهيم هندي. (1999). *الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر*. الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.

67. نبيل بهوري. (04, 2019). معوقات الاستثمار في الأسواق المالية وسبل تنشيطها – دراسة حالة الدول العربية. *مجلة الحقوق والعلوم الانسانية*، الصفحات 317–336.

68. نبيل عبد السلام شاكر. (2006). *الفشل المالي للمشروعات*. مصر: جامعة عين شمس.

69. نبيلة سهايلية، و جبار بوكثير. (2017). عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (2014–1999). *مجلة ميلاف*

للبحوث والدراسات، 241-267. تم الاسترداد من https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticle/89/3/1/25119

70. نواصرية الزهراء. (08 02, 2008). أنواع الأسهم و موقف المشرع الجزائري منها. *مجلة البحوث و الدراسات الإنسانية*، الصفحات 293-318.

71. نوال بوعلام سمرد. (2021). *البورصة والاسواق المالية*. عمان: دار اليازوري العلمية.

72. هندي منير ابراهيم. (1999). *الادارة المالية: مدخل تحليلي معاصر*. الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.

73. وردة قريني، و سعيدة بورديمة. (01 09, 2022). تكلفة التمويل وأثرها في قيمة المؤسسة مع فرص نمو مختلفة – دراسة قياسية للمؤسسات المسعرة في بورصة عمان للاوراق المالية-. *مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة*، الصفحات 1017-1036.

74. ياسين ضيف، و محمد زوزي. (2012). تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة – دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2009-2012)-. *المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية*، الصفحات 101-117.

75. يسمينة ريحاني. (22 03, 2020). بورصة القيم المنقولة آلية لتمويل المؤسسة الإقتصادية. *المجلة الجزائرية للعلوم القانونية ، السياسية و الاقتصادية*، الصفحات 346-362.

76. يمينة مسراتي. (02 12, 2021). أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي المعبر عنه بالعائد على الاصول ROA للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية 2013-2017. *مجلة الادارة والتنمية للبحوث والدراسات*، الصفحات 361-378.

77. يوسف مامش. (01 06, 2011). الانعكاسات الجبائية لطرق الاهتلاك على المردودية المالية للمؤسسة دراسة من منظور جبائي –حالة مؤسسة ENAG. *مجلة الإقتصاد الجديد*، الصفحات 249-280.

المراجع باللغة الاجنبية

1. Aishath, S. s., & Geetha, A. R. (2023). Predicting Financial Statement fraud using Artificial Neural Networks. In M. Noura, H. M. kabir, & M. Saad, *Artificial intelligence and big data for financial risk management* (pp. 17-35). 4 Park Square, Milton Park, Abingdon, Oxon OX14 4RN: Routledge.
2. Al-Hersh, A., & Saaty, A. (2014). The impact of customer relationship marketing on customer satisfaction of the Arab bank services. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, pp. 72-73.
3. Divya, A., & Purna Chandra, P. (2017, 06 22). Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality Industry. *Theoretical Economics Letters*, pp. 982-1000.
4. Dov, O. (2008). *Maxi fiches de gestion financière de l'entreprise.* Paris: Dunod.
5. Euronext Paris. (2022, 09 09). Retrieved from Euronext Paris: https://www.euronext.com/fr/markets/paris

6. Fatima Zahra Benzaamia، Abdelghani Hariri، و yahia Abdelkader Ali ben. (2021 ,06). The importance of financial structure analysis in evaluating the financial performance of BATTIMITAL Corporation for the state of AIN DEFLA on period 2015-2019. *مجلة الريادة لاقتصاديات الاعمال*، الصفحات 153-172.

7. Maharani, T. M., Reniati, R., & Saputra, D. (2023, 01). The Effect of Capital Structure and Asset Growth on Financial Performance in Automotive Sub-Sector Industrial Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). *CENTRAL ASIAN JOURNAL OF THEORETICAL AND APPLIED SCIENCES*, pp. 85-97.
8. Oluseyi, J. A., Bioye, T. A., & Bolanle, F. A. (2017). Determinants of Market Value of Residential Properties in Ibadan Metropolis, Nigeria. *Journal of Economics and Sustainable Development*, pp. 178-188.
9. Raheel, M., Shahnaz, A. R., Bashir, A., & Umara, N. (2013). Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Pakistan (Kse 100 Index) . *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, pp. 113-119.

10. Robert, K. M., Mohamed, S. M., & Onesmus, M. N. (2015, may). CORPORATE SIZE, PROFITABILITY AND MARKET VALUE: AN ECONOMETRIC PANEL ANALYSIS OF LISTED FIRMS IN KENYA. *European Scientific Journal*, pp. 376-396.

11. Suyonoa, Sudarno, Suhardjo, Yunia, S., & Intan, P. (2020, 09 2020). The Influence of Price to Book Value on Capital Structure and Profitability of Health and Pharmaceutical Companies in Indonesia . *Journal of Applied Business and Technology* , pp. 181-187.

12. the economic times. (n.d.). *the economic times equity*. Retrieved 07 20, 2024, from What is 'Stock Market': https://economictimes.indiatimes.com/definition/stock-market

13. Thi Huong, G. V., Yang-Che, W., Tzu-Ching, W., Huu Manh, N., & Xuan, V. V. (2022, Apr 12). Capital Structure Choices and Stock Market Volatility: Evidence from Chinese Listed Firms. *THE CHINESE ECONOMY*, pp. 1-25.

14. V.V., T., M.S., S., & A.S., L. (2021, 01 14). The Relationship between Capital Structure and Financial Performance of the Company. *SHS Web Conf Innovative Economic Symposium 2020*, pp. 1-9.

15. Vătavua, S. (2015). The impact of capital structure on financial performance in Romanian listed companies. *Procedia Economics and Finance*, pp. 1314-1322.

16. yahoo! finance. (2022, 09 09). Retrieved from yahoo! finance: https://finance.yahoo.com

الملاحق

الملحق 01: الانحدار الخطي بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) ونسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER)

```
                            OLS Regression Results                            
==============================================================================
Dep. Variable:                  stder   R-squared:                       0.511
Model:                            OLS   Adj. R-squared:                  0.509
Method:                 Least Squares   F-statistic:                     348.9
Date:                Tue, 06 Feb 2024   Prob (F-statistic):           8.10e-54
Time:                        22:39:29   Log-Likelihood:                -788.38
No. Observations:                 336   AIC:                             1581.
Df Residuals:                     334   BIC:                             1588.
Df Model:                           1                                         
Covariance Type:            nonrobust                                         
==============================================================================
                 coef    std err          t      P>|t|      [0.025      0.975]
------------------------------------------------------------------------------
const          0.3553      0.140      2.538      0.012       0.080       0.631
ltder          0.7908      0.042     18.680      0.000       0.707       0.874
==============================================================================
Omnibus:                      414.903   Durbin-Watson:                   1.998
Prob(Omnibus):                  0.000   Jarque-Bera (JB):            45774.645
Skew:                           5.471   Prob(JB):                         0.00
Kurtosis:                      59.124   Cond. No.                         3.35
==============================================================================
```

الملحق 02: الانحدار الخطي بين متغير نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (PB) والعائد على حقوق الملكية (ROE)

```
                            OLS Regression Results                            
==============================================================================
Dep. Variable:                     pb   R-squared:                       0.692
Model:                            OLS   Adj. R-squared:                  0.691
Method:                 Least Squares   F-statistic:                     749.2
Date:                Tue, 06 Feb 2024   Prob (F-statistic):           2.46e-87
Time:                        22:40:49   Log-Likelihood:                -987.34
No. Observations:                 336   AIC:                             1979.
Df Residuals:                     334   BIC:                             1986.
Df Model:                           1                                         
Covariance Type:            nonrobust                                         
==============================================================================
                 coef    std err          t      P>|t|      [0.025      0.975]
------------------------------------------------------------------------------
const          1.8297      0.250      7.309      0.000       1.337       2.322
roe           -2.8054      0.102    -27.371      0.000      -3.007      -2.604
==============================================================================
Omnibus:                      158.911   Durbin-Watson:                   1.793
Prob(Omnibus):                  0.000   Jarque-Bera (JB):            57271.083
Skew:                          -0.507   Prob(JB):                         0.00
Kurtosis:                      66.951   Cond. No.                         2.45
==============================================================================
```

الملحق 03: الانحدار الخطي بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى حقوق الملكية (STDER) والعائد على حقوق الملكية (ROE)

```
'                            OLS Regression Results                            \
'==============================================================================\
'Dep. Variable:                   stder   R-squared:                       0.494\
'Model:                            OLS   Adj. R-squared:                  0.492\
'Method:                 Least Squares   F-statistic:                     326.0\
'Date:                Tue, 06 Feb 2024   Prob (F-statistic):           2.47e-51\
'Time:                        22:41:37   Log-Likelihood:                -794.11\
'No. Observations:                 336   AIC:                             1592.\
'Df Residuals:                     334   BIC:                             1600.\
'Df Model:                           1                                         \
'Covariance Type:            nonrobust                                         \
'==============================================================================\
'                 coef    std err          t      P>|t|      [0.025      0.975]\
'------------------------------------------------------------------------------\
'const          0.6396      0.141      4.541      0.000       0.363       0.917\
'roe           -1.0413      0.058    -18.056      0.000      -1.155      -0.928\
'==============================================================================\
'Omnibus:                      261.891   Durbin-Watson:                   1.751\
'Prob(Omnibus):                  0.000   Jarque-Bera (JB):            33421.340\
'Skew:                           2.342   Prob(JB):                         0.00\
'Kurtosis:                      51.634   Cond. No.                         2.45\
'==============================================================================\
```

الملحق 04: الانحدار الخطي بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (LTDER) والعائد على حقوق الملكية (ROE)

```
'                            OLS Regression Results                            \
'==============================================================================\
'Dep. Variable:                   ltder   R-squared:                       0.256\
'Model:                            OLS   Adj. R-squared:                  0.254\
'Method:                 Least Squares   F-statistic:                     114.9\
'Date:                Tue, 06 Feb 2024   Prob (F-statistic):           3.11e-23\
'Time:                        22:42:38   Log-Likelihood:                -824.95\
'No. Observations:                 336   AIC:                             1654.\
'Df Residuals:                     334   BIC:                             1662.\
'Df Model:                           1                                         \
'Covariance Type:            nonrobust                                         \
'==============================================================================\
'                 coef    std err          t      P>|t|      [0.025      0.975]\
'------------------------------------------------------------------------------\
'const          0.4303      0.154      2.787      0.006       0.127       0.734\
'roe           -0.6775      0.063    -10.718      0.000      -0.802      -0.553\
'==============================================================================\
'Omnibus:                      415.935   Durbin-Watson:                   1.582\
'Prob(Omnibus):                  0.000   Jarque-Bera (JB):            72146.010\
'Skew:                          -5.279   Prob(JB):                         0.00\
'Kurtosis:                      74.006   Cond. No.                         2.45\
'==============================================================================\
```

الملحق 05: نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي

OLS Regression Results

Dep. Variable:	pb	R-squared:	0.805
Model:	OLS	Adj. R-squared:	0.801
Method:	Least Squares	F-statistic:	193.8
Date:	Tue, 06 Feb 2024	Prob (F-statistic):	1.75e-112
Time:	22:32:12	Log-Likelihood:	-910.08
No. Observations:	336	AIC:	1836.
Df Residuals:	328	BIC:	1867.
Df Model:	7		
Covariance Type:	nonrobust		

	coef	std err	t	P>|t|	[0.025	0.975]
const	-1.6684	1.692	-0.986	0.325	-4.997	1.660
stder	-0.4983	0.097	-5.131	0.000	-0.689	-0.307
ltder	-0.6482	0.090	-7.232	0.000	-0.824	-0.472
car	-3.2742	1.044	-3.137	0.002	-5.327	-1.221
cs	0.8735	0.384	2.276	0.023	0.119	1.628
logsize	0.2806	0.095	2.954	0.003	0.094	0.468
roa	6.9887	2.285	3.058	0.002	2.493	11.484
roe	-3.8225	0.118	-32.388	0.000	-4.055	-3.590

Omnibus:	166.484	Durbin-Watson:	1.520
Prob(Omnibus):	0.000	Jarque-Bera (JB):	7039.785
Skew:	-1.311	Prob(JB):	0.00
Kurtosis:	25.270	Cond. No.	230.

الملحق 06: نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة

```
'                          PanelOLS Estimation Summary                           \
'================================================================================\
'Dep. Variable:                      pb   R-squared:                        0.8655\
'Estimator:                   PanelOLS   R-squared (Between):              -3.9355\
'No. Observations:                 336   R-squared (Within):               0.8655\
'Date:                Tue, Feb 06 2024   R-squared (Overall):              0.2224\
'Time:                        22:32:59   Log-likelihood                   -823.07\
'Cov. Estimator:            Unadjusted                                           \
'                                       F-statistic:                      257.34\
'Entities:                          49   P-value                           0.0000\
'Avg Obs:                       6.8571   Distribution:                   F(7,280)\
'Min Obs:                       1.0000                                           \
'Max Obs:                       7.0000   F-statistic (robust):             257.34\
'                                       P-value                           0.0000\
'Time periods:                       7   Distribution:                   F(7,280)\
'Avg Obs:                       48.000                                           \
'Min Obs:                       48.000                                           \
'Max Obs:                       48.000                                           \
'                                                                                \
'                             Parameter Estimates                                \n"
'================================================================================\n"
'            Parameter  Std. Err.     T-stat    P-value    Lower CI    Upper CI\n"
'--------------------------------------------------------------------------------\n"
'stder         -0.6808     0.0953    -7.1468     0.0000     -0.8683     -0.4933\n"
'ltder         -0.7223     0.0898    -8.0394     0.0000     -0.8991     -0.5454\n"
'car           -4.7948     2.7561    -1.7397     0.0830     -10.220      0.6305\n"
'cs             1.1214     0.4865     2.3051     0.0219      0.1637      2.0790\n"
'logsize        2.9089     1.1656     2.4956     0.0132      0.6144      5.2034\n"
'roa            5.3416     2.3587     2.2646     0.0243      0.6986      9.9847\n"
'roe           -4.1968     0.1150    -36.479     0.0000     -4.4233     -3.9703\n"
'const         -52.457     23.029    -2.2778     0.0235     -97.790     -7.1243\n"
'================================================================================\n"
```

الملحق 07: نتائج تقدير نموذج الآثار الفردية العشوائية

```
"                        RandomEffects Estimation Summary                        \
"================================================================================\
"Dep. Variable:                      pb   R-squared:                        0.8416\
"Estimator:              RandomEffects   R-squared (Between):               0.4269\
"No. Observations:                 336   R-squared (Within):                0.8623\
"Date:                Tue, Feb 06 2024   R-squared (Overall):               0.8027\
"Time:                        22:32:59   Log-likelihood                   -858.64\
"Cov. Estimator:            Unadjusted                                           \
"                                       F-statistic:                      249.05\
"Entities:                          49   P-value                           0.0000\
"Avg Obs:                       6.8571   Distribution:                   F(7,328)\
"Min Obs:                       1.0000                                           \
"Max Obs:                       7.0000   F-statistic (robust):             249.08\
"                                       P-value                           0.0000\
"Time periods:                       7   Distribution:                   F(7,328)\
"Avg Obs:                       48.000                                           \
"Min Obs:                       48.000                                           \
"Max Obs:                       48.000                                           \
"                                                                                \
"                             Parameter Estimates                                \n"
"================================================================================\n"
"            Parameter  Std. Err.     T-stat    P-value    Lower CI    Upper CI\n"
"--------------------------------------------------------------------------------\n"
"stder         -0.5899     0.0917    -6.4334     0.0000     -0.7703     -0.4095\n"
"ltder         -0.7012     0.0862    -8.1371     0.0000     -0.8708     -0.5317\n"
"car            -3.6364     1.4383    -2.5283     0.0119     -6.4658     -0.8070\n"
"cs              0.6291     0.3698     1.7014     0.0898     -0.0983      1.3565\n"
"logsize         0.3391     0.1386     2.4470     0.0149      0.0665      0.6118\n"
"roa             6.1277     2.2334     2.7437     0.0064      1.7341      10.521\n"
"roe            -4.0288     0.1110    -36.307     0.0000     -4.2471     -3.8105\n"
"const          -2.4121     2.5228    -0.9561     0.3397     -7.3750      2.5507\n"
"================================================================================\n"
```

الملحق 08: نتائج اختبار (Hausman)

```
'Hausman test statistic: 47.10646448930291\n",
'P-value: 5.3213667694507194e-08\n",
'Hausman test rejects the null hypothesis (use fixed effects).\n
```