أثر سيولة الأسواق المالية على إصدارات الأسهم العادية في بورصة الكويت خلال الفترة 2014 -2021 باستخدام نموذج الانحدار الذاتي بالتأخيرات الموزعة لمعطيات بانل.

آزاد براهيمي[1]* جمال الدين عباس[2].

[1] مخبر دراسات اقتصادية حول المناطق الصناعية في ظل الدور الجديد للجامعة جامعة برج بوعريريج (الجزائر)،
الإيميل: azed.brahimi@univ-bba.dz .

[2] مخبر دراسات اقتصادية حول المناطق الصناعية في ظل الدور الجديد للجامعة جامعة برج بوعريريج (الجزائر)،
الإيميل: djamel.abbes@univ-bba.dz

تاريخ الاستلام :2022/11/22 ؛ **تاريخ القبول :** 12/21 /2022؛ **تاريخ النشر:** 2022/12/31

الملخص:

تهدف الدراسة إلى تأثير درجة سيولة الأسواق المالية على إصدارات الأسهم العادية في المؤسسات الصناعية في البورصات، وذلك بتطبيق الدراسة على27شركة مدرجة في بورصة الكويت، خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2021، باستخدام بيانات البانل.

وقد توصلت الدراسة إلى أن سيولة السوق الكويتي يلعب دورا أساسيا في إصدار أسهم عادية جديدة، من خلال نتائج التي توصلت لها الدراسة القياسية، حيث كلما ارتفعت سيولة السوق المالي الكويتي أدى إلى توجه الشركات للتمويل عن طريق الأسهم العادية .

الكلمات المفتاحية: سيولة الأسواق المالية، إصدارات الأسهم العادية ، بورصة الكويت، نموذج الانحدار الذاتي بالتأخيرات الموزعة لمعطيات بانل.

تصنيف JEL : G32

Abstract: The study aims the impact of the degree of financial market liquidity on the issuance of ordinary shares in industrial companies in stock exchanges by applying the study on 27 companies listed on the Kuwait Stock Exchange, during the period from 2014 to 2021 using the panel data.

The study concluded that the liquidity of the Kuwait market plays a key role in the issuance of new ordinary shares, through the results of the standard study. The higher the liquidity of the Kuwait financial marketgets , the more it leads companies to seek finacing through ordinary shares.

Keywords: Financial market liquidity, issuance of ordinary shares, Kuwait Stock Exchange, panel Ardl.

Jel Classification Codes: G32

* **المؤلف المرسل:** آزاد براهيمي

مقدمة

لقد حظي موضوع تمويل المؤسسات الاقتصادية، اهتمام كبير من قبل باحثين وخاصة في مجال الإدارة المالية، كونه يمثل أهم الدعائم الأساسية التي تساهم في نموها وتطورها، إذ أنه يمدها بالأموال التي تضمن استمرار أنشطتها، لذي وجب على المؤسسات اتخاذ قرار تمويلي رشيد من خلال المفاضلة الجيدة بين المصادر التمويلية المتاحة واختيار أنسبها لتغطية احتياجاتها، حيث تلجأ المؤسسة إلى تمويل احتياجاتها من مصادر تمويلية داخلية خاصة الأرباح المحتجزة، ومصادر تمويلية خارجية من مؤسسات المالية والأسواق المالية، حيث أن للأسواق المالية دور أساسي في تمويل المؤسسات، من خلال قيام هذه الأخيرة بطرح أدوات مالية في الأسواق المالية من أجل الحصول على الأموال الكافية ومن أهم هذه الأدوات الأسهم العادية التي تلجأ المؤسسة إليها في غالب الأحيان لانخفاض تكاليفها التي يمكن القول أنها معدومة، إلا أن هذا الأمر يتطلب كفاءة وفعالية وسيولة عالية في الأسواق المالية، فكلما زادت حركة الأسواق المالية ونشاطها كلما زادت سرعة تداول الأسهم العادية في الأسواق المالية وبالتالي قيام المؤسسات بإصدار أسهم عادية جديدة وبيعا للحصول على الأموال اللازمة لزيادة استثماراتها.

من خلال ما سبق تبلورت لدينا الإشكالية التالية: كيف تساهم درجة سيولة السوق المالي الكويتي في اتخاذ قرار إصدار أسهم عادية جديدة في المؤسسات الصناعية الدرجة فيه؟

فرضيات الدراسة: للإجابة على إشكالية الدراسة سيتم الاعتماد الفرضيات التالية :

- هناك علاقة طردية بين سيولة الأسواق المالية والإصدارات الجديدة للأسهم العادية في المؤسسات في بورصة الكويت في الفترة محل الدراسة ؛
- يؤدي ارتفاع سيولة السوق المالي الكويتي إلى توجه المؤسسات إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم العادية جديدة.

أهداف الدراسة: تهدف الدراسة إلى تحليل نوع العلاقة، وتحديد أثر سيولة الأسواق المالية على إصدارات الأسهم العادية في بورصة الكويت خلال الفترة (2014، 2021) مع استبعاد سنة 2015 لعدم وجود بيانات، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي بالتأخيرات الموزعة لمعطيات بانل (ARDL-Panel).

منهجية البحث :تحقيق أهداف البحث، واثبات فرضياته فقد تم استخدام المنهج الكمي، من خلال بناء نموذج لقياس وتحديد أثر سيولة الأسواق المالية على إصدارات الأسهم العادية خلال الفترة (2014، 2021) بالاعتماد على برمجية **EVIEWS** في معالجة البيانات للحصول على نتائج أكثر دقة.

I- الجانب النظري للدراسة

1. تعريف سيولة الأسواق المالية :

قبل التطرق إلى مفهوم سيولة الأسواق المالية سنحاول تجزئة المصطلح إلى جزئتن الجزء الأول الأسواق المالية الجزء الثاني السيولة، حيث يعرف السوق المالي على أنه سوق يتم فيه تبادل الأصول المالية ومشتقاتها بيعا وشراء إذ يتم في معظم دول العالم تأسيس أسواق مالية رسمية منظمة وظيفتها إيجاد وتطوير الأصول المالية وتنظيم عمليات تبادلها(موسي، 2019، صفحة 11)، ويمكن النظر إلى السوق المالي على أنه ذلك المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقرضين)(اسماعيل و عبد النعيم، 2001، الصفحات 117-118)، يوفر السوق المالي الوظائف الرئيسة الثلاثة التالية: اكتشاف الأسعار، انخفاض تكاليف المعاملات والسيولة(Frank, 2009, p. 113)، سنحاول معرفة الجزء الثاني من الاسم السيولة فبالرغم من تعدد مفاهيم التي تحدثت عن مفهوم السيولة إلا أنها تصب في المعنى نفسه، هناك بعض الاختلاف ناتجة عن وجهات نظر المفكرين حول تحديد درجة سيولة الأصل أو موجودات.(Reschat, Syaghdina, & Handayani, 2020, p. 327)

- تعرف السيولة على أنها نسبة تهدف إلى قياس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، المؤسسة التي لديها سيولة عالية تعني أنها تستطيع سداد الدين قصير الأجل.
- تعرف السيولة على أنها" الدرجة التي يمكن بها شراء أو بيع أصل أو ورقة مالية بسرعة في السوق دون التأثير على سعر الأصل".

من خلال تعريف الأسواق المالية وسيولة كل على حدا، سنحاول عرض مفهوم سيولة الأسواق المالية حيث يعرف هذا الأخير بالقدرة على تداول الأوراق المالية بتكلفة منخفضة ومع تأثير ضئيل على السعر فضلا عن أن السيولة تعطي للمستثمرين المرونة لبيع ممتلكاتهم عند الحاجة، وتحقق السيولة قيمة أكبر لأنشطة التداول في الأمد القصير من التداول في الأمد الطويل(إياد و محمد، 2014، صفحة 180)، هناك من يرى أن السيولة في الأسواق المالية تسهل توزيع الفعال للموارد الاقتصادية من خلال التوزيع الفعال لرأس المال والمخاطر(Global financial markets liquidity study, 2015)، فإن ما يريده المستثمر من السوق المالية هو السيولة الكافية في السوق. تشير السيولة إلى قدرة السوق على استيعاب كميات كبيرة من المعاملات دون التسبب في تقلبات الأسعار. من بين ميزات الأسواق ذات السيولة العالية، المسافة البعيدة بين سعر الشراء وسعر البيع المقترح (Maryam & Saeed, 2013, p. 111)، يمكن تعريف سيولة الأسواق المالية على أنها الأسواق المالية التي يتم فيها تداول عدد كبير من الصفقات المالية في مدة زمنية قليلة، بأقل الأسعار.

تعتبر المقاييس سيولة الأسواق كثيرة ومتعددة سنحاول في هذا المقال التركيز على المقاييس المرتكزة على الحجم، حيث ينصب تركيز على العلاقة بين السعر وكمية الأصل. تعمل هذه المقاييس على تقييم سعر صفقة معينة،من أهن المقاييس حجم التداول يمكن تعريف حجم التداول بأنه عدد الأسهم التي تم إجراء الصفقات عليها خلال وقت محدد حيث قد يكون هذا الوقت دقائق، ساعات، أيام، أسابيع، أشهر، أو حتى سنوات، أو أي وحدة زمن، وبمعنى آخر هو عدد الأسهم التي تم بيعها التي (تم تداولها)خلال عدد من الدقائق أو خلال ساعة ض مثلا و بما أن عدد الأسهم المباعة هي أيضا عدد الأسهم المشتراة من طرف آخر وبالتالي فإن الحجم يظهر عدد الأسهم المنفذة من إجمالي العروض والطلبات وبالنتيجة هو عدد الأسهم التي تم تداولها في السوق لفترة زمنية معين (خليل، 2018، صفحة 21).

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

أ. **عدد الأسهم المتداولة:** حيث يعرف حجم التداول في هذه الحالة بالعدد الكلي من الأسهم التي تم تداولها في سوق معينة خلال فترة محددة، وهو المقياس الأكثر شيوعا.

ب. **معدل دوران الأصول:** إن معدل دوران الأسهم يستهدف بشكل أساسي قياس درجة عرض النقد مالي ما أو سهم ما دون الآخر، وهناك طريقتين لحساب معدل دوران السهم الطريقة الأولى تركز على قيمة الأسهم المتداخلة لسهم مؤسسة ما خلال فترة زمنية ما منسوبة إلى إجمالي القيمة السوقية لأسهم الأسهم ذات المؤسسة خلال ذات الفترة الزمنية، بينما الطريقة الأخرى ترتكز على عدد الأسهم المتداولة لسهم المؤسسة ما خلال الفترة الزمنية ما منسوبة إلى إجمالي عدد الأسهم المكتتب فيها والمصدرة من جانب المؤسسة خلال الفترة الزمنية.

ج. **قيمة الأسهم المتداولة:** عدد الأسهم الكلي المتداولة لمؤسسة ما في فترة ومنية محددة بسوق معينة مضروبا بسعر السهم الواحد.

د. **عدد الأيام المتداولة خلال السنة:** عدد الأيام خلال سنة واحدة والتي تم تداول السهم فيها.

هـ. **عدد الصفقات: عدد التداولات أو الصفقات من بيع وشراء والتي تمت على الأسهم المتداولة في البورصة.**

2. إصدار الأسهم العادية:

قبل معرفة الأسهم العادية يجب معرفة السهم أولا بصفة عامة حيث يمثل السهم هو صك قابل للتداول يصدر عن مؤسسة المساهمة ويعبر عن حصة المساهم في رأس مال المؤسسة، وعليه فإن رأس مال المؤسسة ينقسم إلى أعداد متساوية من الأسهم، ويمثل كل سهم حصة متساوية من رأس المال، وينقسم رأس مال المؤسسة المساهمة إلى وحدات كل منها يسمى سهما، وتحسب نسبة ملكية أي مساهم في المؤسسة بمقدار عدد ما

يملكه من أسهم منسوب إلى إجمالي عدد الأسهم التي أصدرتها المؤسسة.(توفيق، 2013، صفحة 83)، وتمثل الأسهم العادية (حقوق الملكية) رأس المال المحفوف بالمخاطر للأعمال التجارية، وتشكل العمود الفقري (الأساس) للهيكل التمويلي للمؤسسة، لا يوجد معدل ثابت لأرباح الأسهم ولن يحصل المساهمون العاديون على أرباح إلا أذا استمرت الأرباح للتوزيع بعد تلقي المستثمرين الآخرون (حملة الأسهم الممتازة والمقرضون) أرباحهم أو مدفوعات الفائدة (Atrill, 2012, p. 227).

يحصل حامل السهم على مجموعة من الحقوق كفلها القانون لحماية المساهمين من أهمها (خالد، عبد الله، و نضال، 2002، الصفحات 327-328):

- حق التصويت لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛
- حق بيع الأسهم العادية التي يملكونها في سوق الأسهم؛
- حق الإطلاع على دفاتر وسجلات المؤسسة؛
- حق المشاركة الأخيرة في قيمة موجودات المؤسسة عند حلها؛
- حق تعديل النظام الأساسي للمؤسسة؛
- التخويل ببيع موجودات ثابتة وتغيير عدد الأسهم العادية المصرح بها؛
- التخويل بإصدار سندات وأسهم ممتازة والدخول في مفاوضات الدمج أو الاقتناء.

II- الطريقة والأدوات :

يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات المدرجة في السوق المالي الكويتي العاملة في مختلف القطاعات(صناعية، بنوك، شركات التأمين، شركات عقارية...) أما عينة الدراسة فتشمل 27 مؤسسة صناعية المدرجة في بورصة الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية من 2014إلى 2021، مع استبعاد سنة 2015 لعدم وجود البيانات خلال تلك السنة، من خلال ما هو واضح يتم الاعتماد على نماذج البانل والتي تعرف على أنها: تحليل البيانات الطولية تتزاوجا أو تندمج بين بيانات الانحدار والسلاسل الزمنية(Frees, 2004, p. 2)، حيث بيانات الانحدار تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية محددة، أما بيانا السلاسل الزمنية فتصف سلوك مفردة أي وحدة مقطعية خلال فترة ومنية معينة، فبيانات البانل هي دمج بين هذه الخاصيتين أي دمج البيانات المقطعية مع البيانات الزمنية.

النموذج الأساسي المعتمد كما يلي:

حيث:

OSF: تمثل إصدار الأسهم العادية للمؤسسة i في السنة t

LFM: تمثل سيولة السوق المالي للمؤسسة i في السنة t

ε_{it} : الأخطاء العشوائية .

1. اختبار التجانس لـ Hsiao

يستعمل اختبار التجانس لـ (*Hsiao, 1986*) الذي يعتمد على إحصائية *fisher*، للتحقق من تجانس المعلمات والثوابت لجميع الافراد، ومن ثم معرفة النموذج الملائم للدراسة، تعرض نتائج هذا الاختبار في الجدول التالي:

الجدول رقم *1*: نتائج اختبار التجانس لـ *Hsiao*

الفرضيات	إحصائية فيشر	القيمة الاحتمالية
H1(فيشر المحسوبة F_1)	97,95982	*2.33^{E}-99*
H2(فيشر المحسوبة F_2)	23,98754	*7.75^{E}-43*
H3(فيشر المحسوبة F_3)	41,14066	*8.33^{E}-64*

المصدر: من إعداد الباحثين من خلال مخرجات برنامج *EVIEWS*

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن القيمة الاحتمالية للإحصائية فيشر F_1 المحسوبة أصغر تماما من 0.01 و 0.05، مما يسمح لنا برفض فرض العدم القائل على أن المعلمات متجانسة كليا، ولهذا نقوم الآن بمقارنة القيمة الاحتمالية للإحصائية فيشر F_2 المحسوبة التي تظهر أنها أصغر تماما من 0.01 و 0.05، مما يسمح لنا برفض فرض العدم القائل بأن المعلمات الانحدارية للمتغيرات التفسيرية تكون متماثلة بين الأفراد و أن مصدر الاختلاف قد يكون في المعلمات التقاطعية، وقبول الفرض البديل القائل أن هناك اختلافات كلية في الميول *slope* والقواط *intercept* ، وعليه يمكن القول أن نماذج بانل التقليدية غير صالحة في هذه الآلية نستعمل نماذج بانل الديناميكية، وكخطوة أولى نقوم بدراسة إستقرارية السلاسل.

2. ظهر حديثا عدد من الاختبارات المطورة لتحليل وفحص جذر الوحدة لبيانات البانل، والتي تعتمد على اختبارات ديكي فولر المطور ADF واختبار فيليبس بريون PP.تتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات بانل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية نظرا ألهنا تتضمن محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معا، والذي يقود إلى نتائج أكثر دقة من اختبارات السلاسل الزمنية الفردية.

الجدول رقم *2*: نتائج اختبار جذر الوحدة

المتغيرات	نوع الاختبـــار					القرار
	LLC	*BRE*	*IPS*	*MW-ADF*	*MW-PP*	
المستوى	-10.8939 (0.0000)	-8.56080 (0.0000)	0.07219 (0.5288)	51.7229 (0.5627)	70.0955 (0.0695)	

OSF	الفرق الأول	-17.6349 (0.0000)	-14.3929 (0.0000)	-1.15954 (0.1231)	84.3227 (0.0030)	198.603 (0.0000)	***I(1)***
	المستوى	-10.3814 (0.0000)	-9.67528 (0.0000)	0.15940 (0.5633)	48.5948 (0.6822)	65.5568 (0.1347)	
LFM	الفرق الأول	-15.7280 (0.0000)	-12.8325 (0.0000)	-0.71502 (0.2373)	74.0872 (0.0362)	167.056 (0.0000)	***I(1)***

المصدر: من إعداد الباحثين من خلال مخرجات برنامج *EVIEWS*

يتضح من خلال الجدول رقم 02 الذي يبين اختبارات جذر الوحدة لبيانات بانل عدم رفض فرضية العدم القائل بوجود جذر الوحدة لجميع المتغيرات الدراسة أي غير مستقرة عن مستواها الأول، ولكن عند الفرق الأول نلاحظ إحصائية جميع المتغيرات معنوية عند 5 المئة، أي رفض فرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة، وقبول الفرض البديل بسكون متغيرات الدراسة، وعليه يمكن أن نستنتج أن جميع السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى*I(1)*.

3. اختبار التكامل المشترك

هناك العديد من الاختبارات المطورة للكشف عن وجود علاقة توازن طويلة الأجل بينOSFوLFM، منها(Pedroni, 1999)، (Kao test, 1999) و (Maddala and Wu, 1999) وسوف نقتصر على اختبار بدروني(Pedroni)، الذي يعد اختبار موسعا لاختبار انجل-جراجنر للتكامل المشترك، ويقدم بدروني عددا من الاختبارات للتكامل المشترك لبيانات البانل، تسمح بتباين القواطع ومعلمات الاتجاه عرب المؤسسات دول وغير ذلك، ويفترض أن جميع السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى كما هو الحال في دراستنا.

الجدول رقم *3*: نتائج اختبار بدروني للتكامل المشترك (*PedroniCointegration Test*)

الاختبار	إحصائية الاختبار	القيمة الاحتمالية	إحصائية الاختبار	القيمة الاحتمالية
معلمة الانحدار الذاتي (*AR*) المشتركة (***within-dimension***)				
Panel v-Statistic	-1.143499	0.8736	-1.726229	0.9578
Panel rho-Statistic	-1.686125	0.9541	1.473600	0.9297
Panel PP-Statistic	-6.958520	0.0000	-7.371851	0.0000

Panel ADF-Statistic	-4.195696	0.0000	-3.909739	0.0000
معلمة الانحدار الذاتي (*AR*) الفردي (*between-dimension*)				
Group rho-Statistic	3.647205	0.9999		
Group PP-Statistic	-6.666950	0.0000		
Group ADF-Statistic	-3.396269	0.0000		

المصدر: من إعداد الباحثين من خلال مخرجات برنامج *EVIEWS*

نلاحظ من خلال الجدول رقم 03 نتائج الاختبار والتي تشير إلى أن غالبية الإحصائيات تؤدي إلى رفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود علاقة تكامل مشتركتين المتغيرات عند مستوى معنوية 5 بالمئة، إذن يمكن الحكم بأنه هناك علاقة تكامل مشترك لكل المؤسسات الدراسة،وعلاقة تكامل مشترك خاص بكل مؤسسة.

4. اختبار المفاضلة بين *MG*و*PMG*

تشير الدراسة (dynam from Pesaran& Smith, Estimating long-run relationships panels icheterogeneous)أن تطبق فرضية الدمج أو تساوي الميول في نماذج البانل الديناميكية تقود إلى مشكلة توصف بتحيز معلمات الميل غير المتجانسة (Bias ofheterogeneousslopeparameters)والتي تفضي إلى تقديرات غري متسقة نظرا لعدم تجانس معلمات الميل حتى في حالة العينات الكبيرة، وقد قدم كل من (Pesaran,Shin,&Smith) طريقتين للتعامل مع التحيز الناتج عن الميول غير المتجانسة في نماذج البانل الديناميكية، وهما (Pesaran, 2015, p. 732):

- **مقدرة وسط المجموعة *(Mean Group)*:**اختصارMG، يشير كل من(Pesaran&Smith, 1995) إلى أن هذه الطريقة تعطي تقديرات متسقة لوسط معامل نموذج البانل، كما أنها أتخذ بعني الاعتبار عدم التجانس في المدى القصير والطويل أي تسمح لمعلمات النموذج بأن تتفاوت حسب كل مؤسسة، غير انه يعاب على MG أنها لا تأخذ في الحسبان إمكانية أن بعض المعلمات النموذج قد تكون متجانسة عبر المؤسسات، لهذا ظهرت طريقة وسط المجموعة المدمجة(Pesaran, 2015, p. 733) .
- **مقدرة وسط المجموعة المدمجة*(Pooled Mean Group)***: اختصارPMG، اقترح (Pesaran) هذه الطريقة التي تجمع بين طريقة وسط المجموعة، التي تسمح بتفاوت كل معالم

النموذج، وطريقة التقدير المدمج التقليدية (estimation Pooled)، مثل طريقة الآثار الثابتة أو العشوائية، التي تقيد ميول النموذج وتسمح فقط بتفاوت القاطع لكل مؤسسة. وتتلخص طريقة وسط المجموعة، المدمجة في أنها تفرض قيد التجانس على معلمات المدى الطويل، بأنها متساوية لكل مؤسسة، بينما تسمح بتفاوت معلمات المدى القصير، وحدود تصحيح اختلال التوازن، وتباينات حد الخطأ(Pesaran, 2015, p. 734) .

لتحديد طريقة التقدير الملائمة وللمفاضلة بين مقدرات وسط المجموعة ومقدرات وسط المجموعة المدمجة، نستخدم اختبار (Hausman, 1978)، لفحص فرضية تجانس معلمات المدى الطويل، ففي ظل هذا الفرض تكون مقدرة PMG متسقة وأعلى كفاءة (ذات تباين أقل) من مقدرMG.

الجدول رقم *4*: نتائج اختبارهوسمان (***Hausman test***)

اختبارهوسمان *Hausmantest* ($X^2_{(4)}$)	
H-stat	Prob
0.00000	1.0000

المصدر: من إعداد الباحثين من خلال مخرجات برنامج *EVIEWS*

ونتائج هذا الاختبار موضحة في الجدول رقم 04 الذي يظهر أن القيمة المحسوبة أقل من الجدولية وبالتالي يمكن قبول فرضية العدم القائل بتجانس معلمة تصحيح الخطأ، مما يعني أن تقديرات المدى الطويل لمؤسسة من المؤسسات الدراسة متجانسة، بينما تقديرات المدى القصير وتصحيح الخطأ غير متجانسة وتتفاوت من مؤسسة إلى أخرى. وبناء على ذلك تصبح طريقة (PMG)هي الأفضل في تقدير نموذج تصحيح الخطأ.

III- النتائج ومناقشتها :

بعد قيامنا بتقدير نموذج تصحيح الخطأ باستخدام طريقة (***PMG***) في إطار (***1,1***) ***ARDL***مثلنا نتائج المتحصلة عليه في الجدول الآتي:

الجدول رقم *5*: نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ باستخدام طريقة (***PMG***)في إطار (***1,1***) ***ARDL***

مقدرات المدى الطويل			
المتغير	**قيمة المعلمة**	**إحصائية (t)**	**القيمة الاحتمالية**
LFM	0.180796	35.64977	0.0000
مقدرات المدى القصير			
حد تصحيح	-0.400080	-6.259527	0.0000

			الخطأ(*ETC*)
0.0000	7.063297	0.244790	***D(LFM)***
0.0000	7.121753	0.280066	***C***

المصدر: من إعداد الباحثين من خلال مخرجات برنامج *EVIEWS*

يظهر الجدول رقم 05 نتائج تقدير النموذج باستعمال طريقةPMG ،حيث قدرت معلمة حد تصحيح الخطأ بـ (0.40-) وهي ذات معنوية إحصائية، وبما أن إشارة المعلمة سالبة فهذا يؤكد معنوية العلاقة طويلة الأجليين OSFوLFM، وعليه فالنموذج يتضمن آلية تعديل الاختلال عن التوازن، وتقدر سرعته بحوالي 40 بالمئة سنويا .

نلاحظ أن المتغير التفسيري LFMذو معنوية إحصائية في الأجل القصير أي أن سيولة الأسواق المالية تساهم في رفع قيمة إصدار الأسهم العادية في المدى القصير، وبالتالي تحقق الفرضية أي أن هناك علاقة طردية بين سيولة الأسواق المالية والإصدارات الجديدة للأسهم العادية في المؤسسات محل الدراسة في الفترة محل الدراسة.

أما في المدى الطويل نلاحظ أن المتغير التفسيري LFMذو معنوية إحصائية. حيث جاء هذا المتغير ألا وهو سيولة السوق مالي بالإشارة الموجبة أي هناك عالقة طردية بين هذا المتغير وقيمة إصدار الأسهم العادية، وهو ما يتوافق مع المتوقع نظريا،حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون ايجابي على قيمة إصدار الأسهم العادية، وبالتالي تحقق الفرضية الثانية والقائلة أن ارتفاع سيولة السوق المالي لكل القطاع يؤدي إلى ارتفاع في قيمة إصدار الأسهم العادية، وباختصار يمكن القول إن سيولة السوق المالي المتداولة لكل القطاع يلعب دور كبير في انخفاض أو الزيادة في قيمة إصدار الأسهم العادية، أي أنه أحد المحددات الأساسية في الدراسة.

IV- الخلاصة:

اهتمت الدراسة بتحديد أثر سيولة الأسواق المالية على إصدارات الأسهم العادية في 27 مؤسسة في بورصة الكويت خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2021 ،وقد توصلت نتائج الدراسة إلى ما يلي:

-تم الاستعانة بنماذج الانحدار الذاتي بالتأخيرات الموزعة لمعطيات بانل ARDL-Panel ومن خلال اختبار هوسمان، أن نماذج بانل التقليدية غير صالحة في هذه الآلية نستعمل نماذج بانل الديناميكية.

- هناك علاقة طردية بين سيولة الأسواق المالية والإصدارات الجديدة للأسهم العادية في المؤسسات في بورصة الكويت في الفترة محل الدراسة ؛

- يؤدي ارتفاع سيولة السوق المالي الكويتي إلى توجه المؤسسات إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم العادية جديدة.

وعلى ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، نوصي مؤسسات الناشطة في بورصة الكويت بما يلي: دراسة المؤسسات لحركة سيولة الأسواق المالية لما لها من أثر إيجابي في اتخاذ القرار التمويلية داخل المؤسسة.

- الإحالات والمراجع:

Bibliographie

Reschat, A; Syaghdina, A; Handayani, S(2020),Effect of liquidity, Profitability,and Size of Companies on Firm *25(*06),Value*Utopía y Praxis Latinoamericana.*

Frank,] FABOZZI(2009),Finance capital markets, Financial management and Investment managment,new jersey:John Wiley & Sonc, Inc, hoboken

Atrill, P,(2015),Financial management for decision makers,England ; New York,Financial Times Prentice Hal

Global financial markets liquidity study,(2015)

*Frees, Edward W(2004), Longitudinal and panel data analysis and applications in the social sciences*2004New YorkUniversity Press

Maryam, N., & Saeed, K. (2013). The impact of liquidity and transprency in the financial markets : A case study in tehran stock exchange. *European online journal of natural sciences , 2* (3), p p 109-115.

Pesaran, H. M. (2015). *Time Series and Panel Data Econometrics.* New York, United States of America: Oxford UniversityPress.

william h.greene .(2002) .*econometric analysis* .new york:.

أحمد الشناوي اسماعيل، و مبارك عبد النعيم. (2001). *قتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية*. الإسكندرية: الدار الجامعية.

الراوي خالد، بركات عبد الله، و الرمحي نضال. (2002). *نظرية التمويل الدولي*. عمان، الأردن: دار المناهج.

سيولة الأسواق المالية وأثرها في عائد الأسهم،2014*مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية* 2076الصفحات .195-176

شقيري نوري موسي. (2019). *الأسواق المالية وآليات التداول* . عمان: دار الحامد.

محب خله توفيق. (2013). *تحليل الاستثمار المالي –الأدوات والتمويل والمخاطر، الإطار النظري والتطبيقي*. الإسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي.

يزن رأفت عبد الله خليل. (2018). *أثر حجم التداول على مؤشر الأسعار في سوق عمان للأسهم المالية-دراسة تطبيقية على القطاع المصرفي المدرج في سوق عمان للأسهم المالية*. الأردن، أطروحة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة، عمان : جامعة الشرق الأوسط.