



**دراسة أثر الاقتراض على سيولة الأسهم وانعكاس ذلك على مخاطر
انهيار أسعار الأسهم: دراسة نظرية**

**Studying the Impact of Borrowing on Stock
Liquidity and its Reflection on the Stock Price
Crash Risk: Theoretical Study**

أ/ اسلام محمد نجيب سليمان الخواجة

باحث دكتوراة
كلية التجارة - جامعة القاهرة

islam_mohamed_elkhawaga@foc.cu.edu.eg

د/ وليد شحاتة محمد

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة القاهرة

walid.kasim@foc.cu.edu.eg

أ.د/ هاله عبد الله الخولي

أستاذ بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة القاهرة

hala_alkholi@foc.cu.edu.eg

مجلة الدراسات التجارية المعاصرة

كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ
المجلد التاسع . العدد الخامس عشر- الجزء الأول
يناير ٢٠٢٣ م

رابط المجلة : <https://csj.journals.ekb.eg>

ملخص البحث:

استهدفت الدراسة الحالية تناول أثر الاقتراض على سيولة الأسهم، ومدى انعكاس ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومن أجل تحقيق هذا الهدف اعتمد الباحث على الدراسة النظرية من خلال عرض الإطار النظري لكل من الاقتراض، وسيولة الأسهم، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، كذلك عرض وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين تلك المتغيرات؛ وذلك للوقوف على أهم النتائج النظرية التي تم التوصل إليها.

توصل الباحث إلى العديد من النتائج من أهمها؛ اختلاف الآراء حول كل من: أولاً: أثر الاقتراض على سيولة الأسهم، وثانياً: أثر الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وثالثاً: أثر سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث توصلت بعض الدراسات إلى وجود تأثير طردي، ودراسات أخرى توصلت إلى وجود تأثير عكسي، ويشير الباحث إلى أن سبب هذا الاختلاف قد يرجع إلى العديد من الأسباب، تدور معظمها حول قرارات الإدارة، وسلوك المستثمرين.

أخيراً توصل الباحث إلى تعدد صور العلاقة الخاصة بأثر الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء سيولة الأسهم كمتغير وسيط، وأن سبب هذا التعدد قد يرجع بشكل أساسي إلى اختلاف معتقدات المستثمرين؛ ونتيجة لذلك يمكن القول نظرياً أن سيولة الأسهم قد تعتبر متغير وسيط يفسر سبب تأثير الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ولكن لكي نستطيع تحديد مدى دقة هذا الاقتراض يجب أن يتم إجراء دراسة تطبيقية.

الكلمات المفتاحية: الاقتراض، سيولة الأسهم، مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

Abstract:

The main objective of this research is to investigate the impact of borrowing on stock liquidity and the extent of its reflection on stock price crash risk. To achieve this goal, this research relied on a theoretical study that presented a theoretical framework for each of the variables of borrowing, stock liquidity, and stock price crash risk, as well as the presentation and analysis of previous studies that discussed the association between these variables, to find out the most important theoretical results that have been reached. The research findings show first the impact of borrowing on stock liquidity, second the impact of borrowing on the stock price crash risk, and finally the impact of stock liquidity on the stock price crash risk, as some studies have found a positive impact and other studies have found inverse impact. The researcher points out that this difference is due to many reasons, most of which revolve around management decisions and the behavior of investors. Finally, this research found a variety of forms of the association related to the impact of borrowing on the stock price crash risk. Stock liquidity can be considered an intermediate variable, and the reason for this multiplicity may be primarily due to the different desires of investors. But to be able to determine the accuracy of this assumption in addition to any of these forms that may occur, an empirical study must be done.

Keywords: borrowing, stock liquidity, stock price crash risk.

١. المقدمة:

تعتبر سيولة الأسهم من المعايير المهمة التي يعتمد عليها المستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية، والمفاضلة بين الأوراق المالية المدرجة في البورصة واختيار الأفضل من بينها، ويمكن تعريف سيولة الأسهم على أنها القدرة على شراء الأسهم وبيعها بسرعة وبكميات كبيرة، ودون تكبد تكاليف مرتفعة (Ma et al., 2016)، كذلك تم تعريفها من قبل مهند (٢٠١٧) على أنها "سهولة وسرعة تعامل المتداولين في سوق الأوراق المالية، وبدون تأثير في أسعار الأسهم".

تتصف سيولة الأسهم بدرجة كبيرة من الأهمية سواء بالنسبة للمستثمرين أو الشركات؛ فطبقاً للمستثمرين قد يعتمد البعض منهم على السيولة كمعيار للمفاضلة بين الأسهم المتاحة، والقيام بشراء الأسهم التي تتصف بارتفاع سيولتها، ويرجع ذلك بسبب أن هذه النوعية من الأسهم قد تسهم في الحد من المخاطر التي من الممكن أن يتحملها المستثمر في حالة الاستثمار في أسهم ذات سيولة منخفضة، ومن ضمن هذه المخاطر؛ انخفاض سعر السهم، بالإضافة إلى عدم قدرة المستثمر على استرداد استثماراته في أي وقت؛ لذلك قد يقوم بعض المستثمرين بشراء أسهم بسعر مرتفع، ولكن بشرط أن تتصف تلك الأسهم أيضاً بسيولة مرتفعة (عدي، ٢٠١٨؛ Lambert et al., 2007).

أما فيما يتعلق بأهمية سيولة الأسهم بالنسبة للشركات؛ فإن ارتفاع سيولة السهم قد يحسن من قيمة الشركة، ويرجع ذلك إلى أن سيولة الأسهم المرتفعة يُنظر إليها من قبل بعض المستثمرين على أنها مؤشر جيد على كفاءة الإدارة ووضع الشركة المالي، ومن ثم جذب العديد من المستثمرين وتحفيزهم على شراء تلك الأسهم، مما قد يترتب عليه زيادة حجم الطلب وارتفاع سعر السهم، وبالتالي تحسين قيمة الشركة (زينة وآخرون، ٢٠١٨).

بالإضافة إلى ما سبق نجد أيضاً أن سيولة الأسهم تُمثل أهمية بالنسبة للشركات من خلال تخفيض تكلفة رأس المال التي تتحملها الشركة، حيث أنه كلما ارتفعت سيولة الأسهم وزاد الطلب على سهم معين في ظل وجود رغبة لدى العديد من المستثمرين في شراء هذا السهم، كلما أدى إلى انخفاض العائد الذي سوف يتم الحصول عليه من الشركة، ومن ثم انخفاض تكلفة رأس المال (زينة وآخرون، ٢٠١٨).

٢. طبيعة المشكلة:

نظراً للأهمية البالغة لسيولة الأسهم سواء بالنسبة للمستثمرين كمعيار للمفاضلة بين الأوراق المالية من ناحية، وأهميتها بالنسبة للشركات من ناحية أخرى لما لها من تأثير على قيمتها وتكلفة رأس المال، فإن أي حدث يترتب عليه انخفاض سيولة السهم سوف يدفع العديد من الشركات لاتخاذ بعض القرارات بهدف التأثير على سيولة السهم وتحسينه، وذلك من أجل الحفاظ على المستثمرين الحاليين وجذب المستثمرين المرتقبين وزيادة حجم الطلب، ومن ثم تحسن قيمتها مستقبلاً.

لعل من أهم القرارات التي من الممكن أن تتخذها الشركة بهدف تحسين سيولة الأسهم هو قرار الاقتراض باعتباره أحد أهم القرارات المالية، وقد يرجع ذلك إلى العديد من الأسباب من أهمها؛ أن

اقتراض الشركة قد يترتب عليه وجود رقابة فعالة من قبل الدائنين، ومن ثم ضمان كفاءة الإدارة، وهذا قد يدفع بعض المستثمرين إلى التعامل في أسهم الشركة وبالتبعية ارتفاع السيولة.

كذلك أوضحت دراسة كل من (Cheung et al., 2017; عبد اللطيف، ٢٠٠٦) أن قرار الاقتراض من الممكن أن يُحسن من سيولة الأسهم في حالة إذا كان العائد من وراء عملية استثمار مبلغ القرض أكبر من معدل فائدة القرض وتوزيعات حملة الأسهم الممتازة؛ وذلك لأن قرار الاقتراض في هذه الحالة سيكون في صالح المستثمرين، وبالتبعية جذب مستثمرين مرتقبين وتحسين سيولة السهم.

لكن في المقابل أنه على الرغم من دور الاقتراض في تحسين سيولة الأسهم إلا أنه في بعض الأحيان قد يؤدي إلى انخفاض سيولة الأسهم على عكس رغبة الشركات، وقد يرجع ذلك للعديد من الأسباب من أهمها؛ أن اقتراض الشركة قد يؤدي إلى زيادة تعارض المصالح بين الدائنين والمستثمرين، مما قد يدفع بعض المستثمرين لبيع أسهم الشركة، وبالتبعية انخفاض سيولة الأسهم (Sidhu, 2018).

بناء على ما تم عرضه وفي ضوء اختلاف أثر الاقتراض على سيولة الأسهم يتمثل **التساؤل الأول** في هذا البحث في معرفة: ما أثر الاقتراض كأحد القرارات المالية للشركة على سيولة الأسهم؟؛ وذلك لمعرفة: هل ساهم قرار الاقتراض بالفعل في تحسين سيولة الأسهم، أم أنه أدى إلى انخفاض مستوى السيولة الحالي؟.

في سياق آخر قد يتعرض سعر السهم لمخاطر الانهيار في بعض الأحيان، والتي تشير إلى الانخفاض الشديد في القيمة السوقية للسهم (Dang et al., 2018)، وتعتبر مخاطر انهيار أسعار الأسهم من المخاطر المهمة بالنسبة للمستثمرين والشركات على حد سواء؛ وذلك لأنها تؤثر على اتخاذ المستثمر لقراراته وعلى إدارة الشركة لمخاطرها. وهناك العديد من العوامل التي قد تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من أهمها؛ التجنب الضريبي، والتحفط المحاسبي، وإخفاء الأخبار السيئة وإظهار الأخبار الجيدة فقط (Kim et al., 2011; Defond et al., 2015; Kim and Zhang, 2016).

كما أشارت دراسة Habib and Hasan (2017) إلى أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم قد ترجع أيضاً إلى القرارات التي تتخذها الإدارة؛ حيث أوضحت أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم قد تنتج عن فشل الإدارة واتخاذها لقرارات غير صحيحة؛ لذلك يتوقع الباحث بأن القرارات المالية والتي تم اتخاذها من قبل إدارة الشركة ومن أهمها قرار الاقتراض قد يؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، فقد يسهم اقتراض الشركة في الحد من مخاطر الانهيار، ويرجع ذلك نتيجة إحكام الرقابة من قبل الدائنين، التي قد يترتب عليها تخفيض إخفاء الإدارة للأخبار السيئة، والتأكد من اتخاذها للقرارات الصحيحة، وبالتبعية انخفاض مخاطر الانهيار (Wang et al., 2020).

لكن في المقابل قد يؤدي قرار الاقتراض إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك للعديد من الأسباب من أهمها؛ أن زيادة الاقتراض قد يترتب عليه إفصاح أقل للمعلومات من قبل إدارة الشركة وانخفاض الشفافية، وزيادة درجة عدم تماثل المعلومات، وبالتبعية زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Cheng et al., 2020).

في ضوء العرض السابق يتضح عدم وجود اتفاق في الآراء حول أثر قرار الاقتراض على مخاطر الانهيار وهو ما سوف يتناوله الباحث؛ لذلك فإن **التساؤل الثاني** في هذا البحث يتمثل في معرفة ما هو أثر قرار الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟.

بالإضافة إلى ما سبق إن اتخاذ الشركة قرار تحسين سيولة أسهمها من الممكن أن يؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، فقد يترتب على زيادة سيولة السهم ارتفاع مخاطر الانهيار؛ وذلك بسبب قيام العديد من المستثمرين ببيع الأسهم المملوكة لهم للاستفادة من ارتفاع السعر، مما يترتب عليه زيادة حجم العرض وانخفاض سعر السهم، وبالتبعية ارتفاع مخاطر الانهيار (Chang et al., 2017)، **لكن من ناحية أخرى** قد تسهم سيولة السهم في تخفيض مخاطر الانهيار؛ وذلك بسبب اعتماد عدد كبير من المستثمرين على سيولة السهم كمؤشر جيد على وضع الشركة، مما قد يدفعهم ذلك إلى شراء هذا السهم، ومن ثم ارتفاع السعر وانخفاض مخاطر الانهيار (Edmans et al., 2013).

بناء على ما سبق يتضح وجود اختلاف في الآراء حول أثر سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ لذلك فإن **التساؤل الثالث** في هذا البحث يتمثل في معرفة: ما أثر سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟.

بناء على ما تم عرضه مسبقاً يتضح أن اتخاذ الشركات لقرار الاقتراض قد يؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ونظراً لأن سيولة الأسهم تتأثر بقرار الاقتراض من ناحية، وتؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من ناحية أخرى، فإن الباحث يتوقع أن سيولة الأسهم قد تعد المتغير الوسيط الذي يفسر ويشرح سبب أثر قرار الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وفي حدود علم الباحث فإن هذه العلاقة لم يتم اختبارها من قِبل في الدراسات السابقة؛ لذلك يتمثل **التساؤل الرابع** في معرفة أثر الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

في ضوء ما سبق يمكن عرض مشكلة البحث في التساؤلات الآتية:

١. ما أثر الاقتراض على سيولة الأسهم؟
٢. ما أثر الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟
٣. ما أثر سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟
٤. ما الأثر غير المباشر للاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء سيولة الأسهم كمتغير وسيط؟

٣. أهداف البحث:

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في دراسة أثر الاقتراض على سيولة الأسهم، وانعكاس ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وينبثق من هذا الهدف الأهداف الفرعية الآتية:
١. دراسة أثر الاقتراض على سيولة الأسهم؛ وذلك لمعرفة هل ساعد قرار الاقتراض بالفعل في تحسين مستوى سيولة الأسهم أم أنه أدى إلى تخفيض المستوى الحالي؟.

٢. دراسة أثر الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
٣. دراسة أثر سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
٤. دراسة الأثر غير المباشر للاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

٤. أهمية البحث:

تتمثل أهمية الدراسة والدوافع البحثية وراء إتمام هذا العمل في النقاط الآتية:

أولاً: الأهمية العلمية:

١. عرض وجهات النظر المختلفة من الدراسات السابقة والمتعلقة بكل من الاقتراض، وسيولة الأسهم، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ وذلك حتى يتسنى للباحث فهم العلاقة بين تلك المتغيرات.
٢. عرض النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة والخاصة بمتغيرات الدراسة في ضوء التطبيق العملي.
٣. دراسة أثر الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

ثانياً: الأهمية العملية:

١. مساعدة الشركات في اتخاذ إجراءات تصحيحية لرود الفعل السلبية للمستثمرين تجاه أسهم الشركة؛ وذلك من خلال قيام الشركة بتقييم قراراتها على مستوى سيولة الأسهم ومخاطر انهيار أسعار الأسهم واتخاذ القرار الصحيح.
٢. مساعدة الشركات في اختيار أفضل القرارات التي من شأنها تحسين سيولة الأسهم وتجنب مخاطر الانهيار، ومن ثم تحسين قيمة الشركة.
٣. مساعدة المستثمرين في فهم دور قرار الاقتراض في التأثير على سيولة الأسهم ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، مما يؤدي إلى ترشيد قراراتهم الاستثمارية واتخاذ قرارات صحيحة تتعلق بأسهم الشركة سواء كان بيع أو شراء أو الاحتفاظ بالسهم.
٤. مساعدة الجهات التنظيمية في تحقيق الاستقرار في السوق؛ وذلك من خلال التوصل إلى الإجراءات التي من الممكن أن تتبناها الشركات لتحسين سيولة الأسهم وتجنب مخاطر الانهيار.

٥. منهج البحث:

يتمثل منهج البحث في الطريقة التي سوف يتبعها الباحث للإجابة عن التساؤلات البحثية، ويعتبر المنهج الاستنباطي والمنهج الاستقرائي من أهم مناهج البحث المتبعة من قبل الباحثين بهدف الاستدلال المنطقي؛ حيث يعتمد المنهج الاستنباطي على بناء الإطار النظري للبحث، بالإضافة إلى استعراض الدراسات السابقة الخاصة بمتغيرات الدراسة وتحليلها؛ من أجل بناء الإطار الفكري، على حين يعتمد المنهج الاستقرائي على إجراء الدراسة التطبيقية من خلال قياس متغيرات الدراسة واختبار الفروض للتأكد من مدى صحتها (محمد، ٢٠١٢؛ سيد، ٢٠٢١).

نظرًا لأن الدراسة الحالية هي دراسة نظرية فإن الباحث سوف يعتمد على المنهج الاستنباطي؛ وذلك من خلال تناول أهم العناصر الخاصة بكل متغير من متغيرات الدراسة حتى يتسنى للباحث فهم طبيعة هذه المتغيرات والعلاقة بينهما، وكذلك استعراض وتحليل الدراسات السابقة بهدف التعرف على أهم النتائج التي تم التوصل إليها بشأن العلاقة بين المتغيرات.

٦. نطاق البحث:

سوف يقتصر البحث على إجراء دراسة نظرية تحليلية للدراسات السابقة التي تناولت كلاً من الاقتراض، وسيولة الأسهم، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، دون إجراء دراسة تطبيقية.

٧. خطة البحث:

انطلاقاً من أهمية البحث، وتحقيقاً لأهدافه، والإجابة عن تساؤلاته، قام الباحث بتقسيم الجزء التالي من هذه الدراسة إلى ثلاثة أقسام رئيسية حيث يعرض القسم الأول: الإطار النظري لمتغيرات الدراسة، ويعرض القسم الثاني: الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين متغيرات الدراسة، بينما يعرض القسم الثالث والأخير: أهم النتائج النظرية التي توصلت إليها الدراسة الحالية فيما يخص العلاقة بين متغيرات الدراسة.

٨. الإطار النظري لمتغيرات الدراسة:

١/٨. الإطار المفاهيمي لسيولة الأسهم:

١/١/٨. مفهوم سيولة الأسهم:

أشارت دراسة Hachmeister (2007) إلى أن سيولة الأسهم تعني تبادل كميات من الأسهم بين المشاركين في السوق دون وجود أي تأثيرات جوهرية على السعر، ومن جانبها أوضحت دراسة Iimanen (2011) أن سيولة الأسهم هي القدرة على تداول الأسهم بسرعة مع وجود تأثير ضئيل على السعر، بالإضافة إلى إعطاء المتعاملين المرونة في بيع ممتلكاتهم وقت الحاجة.

كذلك تم تعريف سيولة الأسهم من قبل Ma et al. (2016) على أنها القدرة على شراء الأسهم وبيعها بسرعة وبكميات كبيرة ودون تكبد تكاليف مرتفعة، بالإضافة إلى عدم وجود قيود على عملية البيع والشراء، كما تم تعريفها على أنها "سهولة وسرعة تعامل المتداولين في سوق الأوراق المالية، وبدون تأثير في أسعار الأسهم" (مهند، ٢٠١٧)، وطبقاً لدراسة عراقك (٢٠١٨)؛ فقد عرفت سيولة الأسهم على أنها "القدرة على تداول الأسهم العادية بتكلفة منخفضة ومع تأثير ضئيل على السعر، وتعطي لمالك الأسهم العادية المرونة لبيع ممتلكاته عند الحاجة".

في ضوء ما سبق يمكن للباحث تعريف سيولة الأسهم على أنها "انخفاض الفترة بين عرض الأسهم للبيع والتنفيذ الفعلي للبيع؛ وذلك في ظل انخفاض التكاليف التي من الممكن أن يتحملها

المستثمر جراء عملية البيع على سبيل المثال العمولة، وانخفاض الفارق بين سعر الشراء وسعر البيع".

٢/١/٨. أهمية سيولة الأسهم:

تتصف سيولة الأسهم بدرجة عالية من الأهمية؛ وذلك لدورها المهم في عملية اتخاذ القرار، وتلك الأهمية تشمل كل من المستثمرين والشركات وسوق الأوراق المالية على حد سواء، بالنسبة للمستثمرين فهي تمكنهم من المفاضلة بين الأوراق المالية المتاحة واختيار الأفضل من بينها، فالمستثمرون يقبلون على تداول الأسهم التي تتصف بارتفاع سيولتها؛ نظرًا لأنها تحقق أهدافهم الخاصة من ناحية، بالإضافة إلى تخفيض المخاطر التي من الممكن تحملها من ناحية أخرى؛ لذلك قد يلجأ العديد من المستثمرين إلى التعامل في أوراق مالية وشرائها بسعر مرتفع؛ ولكن بشرط أن تتصف تلك الأوراق المالية أيضًا بسيولة مرتفعة (عدي، ٢٠١٨؛ Lambert et al., 2007).

أما بالنسبة للشركات فهي تُمثل أهمية كبيرة نظرًا لتأثيرها على قيمة الشركة؛ حيث إن ارتفاع سيولة الأسهم قد تدفع العديد من المستثمرين الحاليين والمرتقبين إلى شراء أسهم الشركة، ومن ثم ارتفاع سعر السهم، وبالتالي ارتفاع قيمة الشركة (زينة وآخرون، ٢٠١٨).

كذلك تُمثل سيولة الأسهم أهمية كبيرة لسوق الأوراق المالية، وذلك على أساس أن الشركات التي تتصف بارتفاع سيولتها قد تكون دافعًا للعديد من المستثمرين في استثمار أموالهم في سوق الأوراق المالية بدلًا من أوجه الاستثمار الأخرى؛ وذلك لتوقعهم الحصول على عائد مرتفع من وراء عملية الاستثمار، مما قد يؤدي إلى انتعاش سوق الأوراق المالية (محمد، ٢٠٢١).

٣/١/٨. خصائص سيولة الأسهم:

على الرغم من تعدد تعريفات سيولة الأسهم، فإن العديد من الدراسات اتفقت على أن هناك بعض الخصائص التي يمكن الاعتماد عليها في تقييم وتقدير مدى اتصاف الأسهم بالسيولة، وتلك الخصائص تتمثل في؛ خاصية المرونة، وخاصية العمق، وخاصية هامش السعر، وخاصية وقت التداول: (Lee et al., 1993; Von Wyss, 2004; Kumar and Misra, 2015; Ali et al., 2017) ، ويمكن توضيح تلك الخصائص كما يلي:

١. خاصية المرونة:

تعني هذه الخاصية: القدرة على شراء أي كمية من الأسهم أو بيعها دون وجود أي تأثير جوهري على السعر، بمعنى آخر انخفاض الفارق بين سعر الشراء وسعر البيع، فقد أوضحت دراسة عمر (٢٠٢١) أن خاصية المرونة تعني قدرة الورقة المالية على استعادة الأسعار الطبيعية السائدة مسبقًا عقب حدوث تغييرات مفاجئة عليها؛ لذلك أشارت تلك الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين خاصية المرونة وسيولة الأسهم، فكلما اتصفت الأوراق المالية بالمرونة من ناحية، انخفضت المخاطر المرتبطة بالسعر من ناحية أخرى، وبالتالي ارتفاع سيولة الأسهم.

٢. خاصية العمق:

يقصد بهذه الخاصية عدد الأسهم التي يمكن تداولها في السوق، أو بمعنى آخر: القدرة على شراء أي كمية من الأوراق المالية؛ لذلك يمكن قياس عمق السوق من خلال كمية الأسهم المتاحة للمستثمر، وفي هذا الشأن أوضحت دراسة منير (٢٠٠٦) أن خاصية العمق تعتمد على وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة، وذلك على أساس أن الاستمرارية قد يترتب عليها انخفاض حالة عدم التوازن بين حركة العرض والطلب، لذلك يمكن القول أن هناك علاقة طردية بين خاصية العمق وسيولة الأسهم، فكلما اتصفت الورقة المالية بالعمق وتوافر كميات مناسبة لعملية التداول مع استمرارية توافر أوامر البيع والشراء، كان دافع للعديد من المستثمرين للتعامل مع تلك الأسهم وبالتبعية تحسين السيولة.

٣. خاصية هامش السعر:

يقصد بهذه الخاصية هي إمكانية بيع وشراء نفس الورقة المالية مع عدم وجود اختلاف بين سعر الشراء والبيع أو على الأقل وجود اختلاف ضئيل بينهما، مع الأخذ في الاعتبار التكاليف الأخرى التي من الممكن أن يتحملها المستثمر على سبيل المثال العمولة، لذلك يمكن القول أن هناك علاقة طردية بين هذه الخاصية وسيولة الأسهم، فكلما اتصفت الورقة المالية بتلك الخاصية، كلما انخفضت التكلفة التي من الممكن أن يتحملها المستثمر والتي قد تتضمن ارتفاع الفرق بين سعر الشراء والبيع، كذلك تكلفة المعاملات، وبالتبعية ارتفاع سيولة الأسهم.

٤. خاصية وقت التداول:

تعني هذه الخاصية القدرة على إتمام وتنفيذ الصفقات بين المتعاملين في السوق في أسرع وقت ممكن، أو بمعنى آخر انخفاض فترة عرض الأسهم من قبل المستثمرين للبيع والتنفيذ الفعلي للبيع؛ لذلك يمكن القول أن خاصية وقت التداول تشير إلى خاصية السرعة، لذلك كلما اتصفت الأسهم بخاصية السرعة وزيادة قدرة المستثمرين في إتمام عمليات البيع والشراء في أي وقت، اتصفت الأسهم بالسيولة.

في ضوء ما سبق يوضح الباحث أن تلك الخصائص قد تستخدم في تقدير سيولة الأسهم، ولكن ليس بالضرورة توافرها في كافة الأوراق المالية، فقد تختلف نسبة تلك الخصائص من سهم لآخر، وهذا ما يجعل وجود أسهم ذات سيولة مرتفعة وأسهم أخرى ذات سيولة منخفضة، وعملية الاختيار والمفاضلة بين تلك الأسهم في النهاية تعتمد على رغبات وتفضيلات المستثمرين، فهناك من يُفضل التعامل في أوراق مالية ذات سيولة مرتفعة، وذلك نظرًا للمزايا المرتبطة بها، وهناك من يُفضل التعامل في أوراق مالية ذات سيولة منخفضة، ولكن بشرط انخفاض سعر الشراء الحالي أو الحصول على عائد جاري مرتفع، وذلك لتعويضهم عن المخاطر التي من الممكن أن يتعرضوا لها مستقبلاً.

٢/٨. الاقتراض كأحد وسائل تحسين سيولة الأسهم:

١/٢/٨. دوافع الاقتراض:

هناك العديد من الأسباب والدوافع وراء لجوء الشركات إلى الاقتراض بدلاً من التمويل بالملكية من أهمها (حسام الدين، ٢٠١٥):

١. احتمالية ارتفاع تكلفة رأس المال التي تتحملها الشركة في حالة التمويل بالملكية عن التكلفة التي تتحملها في حالة الاقتراض، وقد يرجع ذلك إلى طلب المستثمر لمعدل عائد على استثماره أعلى من معدل الفائدة السائد في السوق.
٢. انخفاض الضرائب التي قد تتحملها الشركات؛ وذلك نظرًا لأن الفوائد التي ترتبط بالقرض يتم إدراجها بقائمة الدخل، ومن ثم تخفيض رقم الدخل الخاضع للضريبة.
٣. في حالة عدم توافر الأموال الكافية لمواكبة التغييرات التي تطرأ في البيئة المحيطة بالشركة وشدة ظروف المنافسة، فإن الشركات سوف تلجأ للاقتراض نظرًا لانخفاض الفترة الزمنية اللازمة للحصول على القرض مقارنة بالفترة الزمنية اللازمة لإنهاء إجراءات إصدار أسهم جديدة.

٢/٢/٨. أنواع الاقتراض:

يمكن تصنيف الاقتراض حسب مدة الاستحقاق إلى ثلاثة أنواع يمكن توضيحها كما يلي:

١. قروض قصيرة الأجل:

عادة ما تكون مدة تلك القروض سنة فأقل، وغالبًا ما يتم استثمار مبلغ القرض قصير الأجل في الأصول المتداولة؛ نظرًا لطبيعتها الخاصة التي تتميز بها، وهي إمكانية تحويل تلك الأصول إلى سيولة في أسرع وقت، ومن ثم إمكانية سداد القرض والفوائد المرتبطة به (نور الدين، ٢٠١٦).

٢. قروض متوسطة الأجل:

تتراوح مدة تلك القروض عادة بين سنة وخمس سنوات، وغالبًا يتم الاعتماد على هذه النوعية من القروض بهدف تجهيز المشروعات من معدات وآلات، كما أن أغلب تلك القروض قد يتم الحصول عليها بعد تقديم ضمانات (عبد الكريم، ٢٠١٩).

٣. قروض طويلة الأجل:

هذه النوعية من القروض تتعدى الخمس السنوات، وقد تلجأ العديد من الشركات لمثل هذه النوعية من القروض بغرض التوسع والنمو في عملياتها والأنشطة الخاصة بها، بالإضافة إلى تمويل الأصول طويلة الأجل (عبد الكريم، ٢٠١٩).

٣/٨. مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

١/٣/٨. مفهوم مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

طبقًا لدراسة Kim and Zhang (2014) فقد عرفت مخاطر انهيار أسعار الأسهم على أنها حدوث انحرافات سالبة ومفاجئة في عوائد الأسهم، وهذه الانحرافات قد تدفع بعض المستثمرين إلى بيع أسهم الشركة، ومن ثم انخفاض سعر السهم، أيضًا تم تعريفها من قبل كل من (Callen and Fang, 2015; Lim et al., 2016) على أنها الانحراف السالب في عوائد الأسهم.

من جانبها عرفت دراسة Bhargava et al. (2017) مخاطر انهيار أسعار أسهم على أنها اضطرابات تؤثر بشكل كلي أو جزئي على القيمة السوقية للأسهم، كذلك تم تعريفها على أنها اكتناز الإدارة للأخبار السيئة وإعلانها للأخبار الجيدة؛ وذلك بهدف إخفاء الإدارة لأدائها السيئ، مما قد يترتب

عليه حدوث انخفاض وهبوط مفاجئ في سعر السهم في حالة الإعلان عن الأخبار السيئة دفعة واحدة (Chen et al., 2017; Li et al., 2017).

بناء على ما سبق يمكن للباحث تعريف مخاطر انهيار أسعار الأسهم على أنها "حدوث انخفاض وهبوط كبير في سعر وعائد السهم، مما قد يؤدي إلى انخفاض ثروة المستثمرين من ناحية وقيمة الشركة من ناحية أخرى، وهذا الانخفاض يجب أن يكون ذا قيمة مرتفعة ومتكررة".

٢/٣/٨. أسباب مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

١. حجب الأخبار السلبية (السيئة):

قد تلجأ إدارة العديد من الشركات إلى إخفاء وحجب الأخبار السلبية عن المستثمرين والإعلان عن الأخبار الإيجابية فقط، ولكن الإعلان عن تلك الأخبار السلبية دفعة واحدة قد تؤدي إلى بيع بعض المستثمرين لأسهم الشركة، ومن ثم انخفاض سعر السهم، وفي حالة استمرار انخفاض السعر قد يصل إلى مرحلة الانهيار (حميدة، ٢٠١٩؛ Arianwuri et al., 2017).

٢. حجم الشركة:

من الممكن أن يكون حجم الشركة أحد أسباب حدوث انهيار لأسعار الأسهم، وقد يرجع ذلك إلى أن الشركات كبيرة الحجم قد تكون أكثر عرضة للعديد من المخاطر والتي من أهمها؛ المخاطر الائتمانية وتعرضها للتعثّر المالي، وقد ينتج عن ذلك شطب الشركات من وكالات التصنيف الائتماني، ومن ثم زيادة احتمالية تعرض السهم للانهيار (أحمد، ٢٠١٩).

٣. طبيعة نشاط الشركة:

تعتبر طبيعة نشاط الشركة وعملياتها من أحد أسباب زيادة احتمالية حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ وذلك بسبب المخاطر المرتبطة بهذه الأنشطة بخلاف الأنشطة الأخرى، ولكن ليس بالضرورة أن تؤدي طبيعة النشاط إلى مخاطر الانهيار في كافة الشركات؛ فقد تختلف من شركة لأخرى، فالمخاطر التي تتعرض لها شركات البترول -على سبيل المثال- انهيار سعر البترول العالمي تختلف عن باقي الشركات الأخرى، كذلك تتعرض شركات التأمين لمخاطر خاصة، مثل: زيادة المطالبات من قبل المتعاملين (أحمد، ٢٠١٩).

٩. الدراسات السابقة:

١/٩ الدراسات السابقة التي تناولت تأثير الاقتراض على سيولة الأسهم:

فيما يتعلق بأثر الاقتراض كأحد القرارات المالية للشركة على سيولة الأسهم، نجد أن الاقتراض قد يسهم في تحسين سيولة الأسهم، وذلك على أساس أن اقتراض الشركة قد يستخدم كأخبار جيدة للمستثمرين، خاصة في حالة إذا كان العائد من وراء استثمار مبلغ القرض سيعود بالنفع على المستثمرين، ومن ثم جذب أكبر عدد ممكن منهم، وبالتبعية تحسين سيولة الأسهم، ولكن في المقابل قد يكون هناك تأثير عكسي لقرار الاقتراض على سيولة الأسهم؛ وذلك في حالة لو كان العائد من وراء

الاستثمار لا يتعدى فائدة القرض ومستحقات حملة الأسهم الممتازة، مما قد يدفع العديد من المستثمرين إلى بيع أسهم الشركة، ومن ثم زيادة حجم العرض عن الطلب، وبالتبعية انخفاض سيولة الأسهم.

في ضوء الدراسات السابقة التي تناولت التأثير الطردي للاقتراض على سيولة الأسهم قامت دراسة Umar and Sun (2016) بتناول هذا التأثير بالتطبيق على عينة من البنوك في دول BRICS (البرازيل، وروسيا، والهند، والصين، وجنوب أفريقيا) والتي تتمثل في ١٨٨ بنكاً، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ حتى عام ٢٠١٤.

توصلت الدراسة بالاعتماد على تحليل الانحدار المتعدد إلى وجود تأثير طردي للرفعة المالية على سيولة الأسهم، وأن الاقتراض أسهم في تحسين سيولة الأسهم من خلال جذب العديد من المستثمرين؛ لذلك قد تعتمد الشركات على الاقتراض لتحسين سيولة الأسهم وبصفة خاصة في فترات الأزمات التي قد تتعرض لها الشركات.

يمكن للباحث تفسير تلك النتيجة على أن هناك بعض المستثمرين ينظرون إلى أن زيادة اقتراض الشركة سوف يترتب عليه وجود رقابة فعالة من قِبل الدائنين، ومن ثم ضمان كفاءة الإدارة، وهذه الأسباب سوف تدفع بعض المستثمرين إلى التعامل في أسهم الشركة وبالتبعية ارتفاع السيولة.

من ناحية أخرى توصلت دراسة (Sidhu (2018) من خلال نموذج الانحدار المتعدد إلى وجود تأثير عكسي للرفعة المالية على سيولة الأوراق المالية، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الهندية المتمثلة في ١٨٧ شركة خلال الفترة من عام ٢٠٠٩ حتى عام ٢٠١٣.

أوضحت الدراسة أن تلك النتيجة قد ترجع إلى أن انخفاض الرفعة المالية يترتب عليه تخفيض الأعباء المالية للشركة، وبالتبعية تخفيض المخاطر المرتبطة بالسهم، مما قد يدفع العديد من المستثمرين إلى شراء تلك الأسهم، ومن ثم ارتفاع سيولة السهم، وبناءً عليه كلما زاد اعتماد الشركة على الديون، أدى إلى زيادة المخاطر ومخاوف المستثمرين حول احتمالية عدم قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات وسداد تلك الديون، وهذا قد يترتب عليه انخفاض سيولة الأسهم؛ لذلك أوصت الدراسة مديري الشركات بالاهتمام بهيكل رأس المال، وضرورة الحفاظ على مستويات محددة من الديون؛ حتى لا تؤثر بالسلب على سيولة الأسهم.

هدفت دراسة (Nadarajah et al. (2018 إلى تناول تأثير الرفعة المالية على سيولة الأسهم بالتطبيق على عينة من الشركات الأسترالية المتمثلة في ١٢٠٧ شركة خلال الفترة من عام ٢٠٠١ حتى عام ٢٠١٣، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير عكسي للرفعة المالية على سيولة الأسهم، وتم تفسير تلك النتيجة في ضوء تكلفة حقوق الملكية على أساس إذا كانت تكلفة الديون مرتفعة؛ فإن الشركات سوف تلجأ إلى تمويل مشروعاتها الاستثمارية من خلال التمويل بالملكية وإصدار أسهم جديدة، وبالتبعية انخفاض الرفعة المالية وارتفاع سيولة الأسهم نتيجة الطلب المتزايد على الأسهم الجديدة للشركة.

لكن في حالة إذا كانت تكلفة الديون منخفضة مقارنة بتكلفة إصدار أسهم جديدة؛ فقد يدفع ذلك الشركة إلى الاقتراض، مما يترتب عليه ارتفاع الرفعة المالية مع انخفاض سيولة الأسهم؛ وذلك للعديد من الأسباب من أهمها؛ (١) زيادة مخاوف المستثمرين حول قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها تجاه الدائنين. (٢) زيادة تعارض المصالح بين الدائنين والمستثمرين، مما قد يدفع بعض المستثمرين لبيع أسهم الشركة، وبالتالي انخفاض سيولة الأسهم.

استهدفت دراسة (Dang et al. (2019) تناول تأثير الاقتراض على سيولة الأسهم، وتوصلت إلى أن الشركات التي لديها مستوى منخفض من الديون تتصف أسهمها بالسيولة المرتفعة، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المتمثلة في ١٩٩٣٩ شركة في ٤١ دولة (٢١ دولة متقدمة و ٢٠ دولة ناشئة) خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ حتى عام ٢٠١٠.

اعتمدت دراسة (Dang et al. (2019) في تفسير التأثير العكسي للاقتراض على سيولة الأسهم في ضوء تكلفة حقوق الملكية كما هو الحال بالنسبة لدراسة (Nadarajah et al. (2018؛ حيث أشارت الدراسة إلى أنه كلما كانت تكلفة التمويل بالملكية منخفضة مقارنة بتكلفة الديون، دفع ذلك الشركات إلى إصدار أسهم جديدة، ومن ثم زيادة الطلب على أسهم الشركة، وبالتالي تحسين سيولة السهم.

لكن في المقابل لو كانت تكلفة التمويل بالملكية مرتفعة مقارنة بتكلفة الديون، ففي هذه الحالة سوف تلجأ الشركة إلى الاقتراض بصورة أكبر في تكوين هيكل رأس المال؛ وذلك قد يؤدي إلى زيادة مخاوف المستثمرين حول زيادة احتمالية عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزامات و سداد الديون، مما قد يدفعهم لبيع أسهم الشركة، وبالتالي انخفاض سيولة السهم.

افترضت دراسة (Chen et al. (2020) أن قرار اقتراض الشركة يؤثر بشكل كبير على قرارات المستثمرين؛ وذلك لارتباطه بمشكلة عدم تماثل المعلومات، حيث أشارت الدراسة إلى أن زيادة اقتراض الشركة سوف يترتب عليه وجود مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، مما قد يدفع بعض المستثمرين إلى بيع أسهم الشركة والتحول إلى شركة أخرى، وبالتالي انخفاض سيولة السهم، ومن أجل التأكد من صحة هذا الافتراض قامت الدراسة باختبار تأثير اقتراض الشركة على سيولة الأسهم؛ وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية المدرجة بالبورصة والمتمثلة في ٨٨١ شركة خلال الفترة من عام ٢٠٠٤ حتى عام ٢٠١٦، وأظهرت النتائج وجود تأثير عكسي للرفعة المالية على سيولة الأسهم.

في ضوء ما تم عرضه من الدراسات السابقة توصل الباحث إلى ما يلي:

١. وجود اتفاق بين تلك الدراسات حول وجود تأثير للاقتراض على سيولة الأسهم، وهذا التأثير قد يكون طردياً طبقاً لدراسة (Umar and Sun (2016، وقد يكون هذا التأثير عكسياً، على سبيل المثال دراسة (Dang et al. (2019 ودراسة (Chen et al. (2020.
٢. اتفاق معظم الدراسات السابقة حول مقاييس الاقتراض وسيولة الأسهم، التي يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

جدول (١)

الدراسات السابقة	الاقتراض	سيولة الأسهم
Umar and Sun (2016)	الرفعة المالية	مقياس (2002) Amihud
Sidhu (2018)	الرفعة المالية	مقياس (2002) Amihud
Nadarajah et al. (2018)	الرفعة المالية	مقياس (2002) Amihud
Dang et al. (2019)	الرفعة المالية	١. مقياس (2002) Amihud ٢. الفرق بين سعر الشراء والبيع
Chen et al. (2020)	الرفعة المالية	مقياس (2002) Amihud

٢/٩. الدراسات السابقة التي تناولت تأثير الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

أوضحت دراسة كل من (Acharya et al. (2011 و Custódio et al. (2013 أن زيادة الاقتراض قد يزيد من مخاطر الشركة وبصفة خاصة في حالة عدم توافر تدفقات نقدية كافية للوفاء بالتزاماتها، مما قد يزيد من ضغوط سداد ديونها ومخاطرها المالية، ومن ثم قد يدفع ذلك تلك الشركات لإخفاء الأخبار السيئة، ولكن مع تراكم تلك الأخبار وإعلانها دفعة واحدة قد تزيد من مخاطر الانهيار، وفي ضوء ذلك أشارت دراسة (He and Ren (2017 بأن مديري الشركات التي تعاني من قيود مالية، والنتيجة عن زيادة الاقتراض، من المرجح أن يقوموا بإخفاء الأخبار السيئة، ولكن مع تراكم تلك الأخبار وإظهارها فجأة سوف يؤدي هذا إلى زيادة مخاطر الانهيار.

توصلت دراسة (Cheng et al. (2020 والتي تم تطبيقها على عينة من الشركات الصينية المتمثلة في ٨٠٠ شركة، خلال الفترة من عام ٢٠٠٥ حتى عام ٢٠١٨، إلى أن هناك تأثيراً طردياً للاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتم تفسير تلك النتيجة على أن زيادة الاقتراض ترتب عليه إفصاح أقل للمعلومات وانخفاض الشفافية، مما أدى إلى زيادة درجة عدم تماثل المعلومات وبالتالي زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

طبقاً لدراسة (Hasan et al. (2020 بالتطبيق على عينة من الشركات الأسترالية المتمثلة في ١٥٤٨ شركة خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ حتى عام ٢٠١٥، فقد توصلت إلى أن زيادة الاقتراض سوف يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتلك العلاقة تزداد وتصبح أقوى كلما كان هناك غموض في المعلومات التي يعتمد عليها المستثمر في اتخاذ القرار.

في المقابل من الممكن أن يترتب على لجوء الشركة للاقتراض انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتلك النتيجة تم التوصل إليها من قبل دراسة (Dang et al. (2018 والتي تم تطبيقها على عينة من الشركات الأمريكية المتمثلة في ٧٧١٢ شركة خلال الفترة من عام ١٩٨٩ حتى عام ٢٠١٤؛ حيث

أوضحت تلك الدراسة أن العلاقة العكسية قد تنشأ بسبب الرقابة الفعالة التي يتم فرضها من قبل الدائنين على إدارة الشركة والتي يترتب عليها تحسين القرارات التي يتم اتخاذها من قبل إدارة الشركة من ناحية، وتحسين الشفافية من ناحية أخرى.

بحثت دراسة (Taghizadeh Khanqah and Talebnia (2018) في مدى تأثير الديون قصيرة الأجل على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الإيرانية المدرجة بالبورصة والمتمثلة في ١٢٠ شركة خلال الفترة من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠١٣، وافترضت الدراسة أن الديون قصيرة الأجل تخضع للرقابة المتكررة، مما يعزز الإفصاح عن المعلومات وتخفيض مشكلة عدم التماثل؛ لذلك من الممكن أن يسهم اقتراض الشركة قصيرة الأجل في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير عكسي للديون قصيرة الأجل على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتم تفسير تلك النتيجة بأن الاقتراض أسهم في إحكام الرقابة الفعالة على إدارة الشركة، ومن ثم الحد من اكتناز الأخبار السيئة، مما أسهم في انخفاض مخاطر الانهيار.

في هذا الشأن توصلت دراسة (Elsayed (2021) إلى وجود تأثير عكسي لهيكل الديون على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المصرية المدرجة بالبورصة في قطاع العقارات والمتمثلة في ١٣ شركة خلال الفترة من عام ٢٠١٣ حتى عام ٢٠١٩، وأوضحت الدراسة أن تلك النتيجة قد ترجع إلى آليات الرقابة الفعالة والإجراءات الصارمة من قبل الدائنين، مما أسهم في الحد من مخاطر الانهيار مستقبلاً.

من جانبها بحثت دراسة (Canbaloglu et al. (2022) في مدى تأثير ديون الشركة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات التركية المدرجة ببورصة إسطنبول والمتمثلة في ٢٥٨ شركة خلال الفترة من عام ٢٠٠٩ حتى عام ٢٠١٩، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الديون طويلة الأجل أسهمت بشكل كبير في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتم تفسير تلك النتيجة على أن زيادة الاقتراض أسهم في إحكام الرقابة من قبل الدائنين، مما ساعد في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات والتي تُمثل أحد أهم أسباب انهيار أسعار الأسهم، كما أوضحت الدراسة أن هذا التأثير العكسي يكون أكثر وضوحاً في الشركات العائلية لما لها من دور فعال في الرقابة والحفاظ على وضع الشركة.

بناء على عرض الدراسات السابقة توصل الباحث للنقاط الآتية:

١. أن لجوء الشركة للاقتراض من الممكن أن يؤدي إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويرجع ذلك للعديد من الأسباب من أهمها؛ إن زيادة الاقتراض قد يترتب عليه زيادة دافع الشركة إلى إخفاء الأخبار السيئة، وعدم تماثل المعلومات، وبالتبعية زيادة مخاطر الانهيار.
٢. من الممكن أن يسهم قرار الاقتراض في انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويرجع ذلك للعديد من الأسباب من أهمها؛ أن زيادة الاقتراض قد يترتب عليه وجود رقابة فعالة من قبل الدائنين، وهذا قد يضمن نسبياً اتخاذ الإدارة لقرارات صحيحة تسهم بدورها في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

٣. تعدد المقاييس المستخدمة من قبل الدراسات السابقة في قياس كل من الاقتراض ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول (٢)

مخاطر انهيار أسعار الأسهم	الاقتراض	الدراسات السابقة
١. الانحراف السلبي في عوائد الأسهم (NCSKEW) ٢. التقلب أعلى وأسفل في عوائد الأسهم (DUVOL)	نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون	Dang et al. (2018)
١. الانحراف السلبي في عوائد الأسهم (NCSKEW) ٢. التقلب أعلى وأسفل في عوائد الأسهم (DUVOL)	نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون	Taghizadeh Khanqah and Talebnia (2018)
١. الانحراف السلبي في عوائد الأسهم (NCSKEW) ٢. التقلب أعلى وأسفل في عوائد الأسهم (DUVOL) ٣. عدد الأسابيع ذات العوائد السلبية المتطرفة مطروحاً منه عدد الأسابيع ذات العوائد الإيجابية المتطرفة (COUNT) ٤. احتمال تعرض الشركة لأسبوع واحد على الأقل من انهيار الأسعار في السنة المالية (CRASH)	متغير وهمي يأخذ (١) في حالة اقتراض الشركة و(صفر) بخلاف ذلك	Cheng et al. (2020)
١. الانحراف السلبي في عوائد الأسهم (NCSKEW) ٢. التقلب أعلى وأسفل في عوائد الأسهم (DUVOL)	١. نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون ٢. نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الالتزامات	Hasan et al. (2020)
١. الانحراف السلبي في عوائد الأسهم (NCSKEW) ٢. التقلب أعلى وأسفل في عوائد الأسهم (DUVOL)	إجمالي الديون	Elsayed (2021)

الدراسات السابقة	الاقتراض	مخاطر انهيار أسعار الأسهم
Canbaloglu et al. (2022)	نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي ديون الشركة	١. الانحراف السلبي في عوائد الأسهم (NCSKEW) ٢. التقلب أعلى وأسفل في عوائد الأسهم (DUVOL)

٣/٩. الدراسات السابقة التي تناولت تأثير سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

بحثت دراسة (chang et al. (2017) في مدى تأثير سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية المتمثلة في ٩٢٨٥ شركة خلال الفترة من عام ١٩٩٣ حتى عام ٢٠١٠، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير طردي لسيولة الأسهم على مخاطر الانهيار، وأوضحت الدراسة أن تلك النتيجة ترجع بشكل كبير إلى إخفاء الإدارة للأخبار السيئة بهدف تحسين سيولة الأسهم، ولكن يترتب على ذلك زيادة عدم تماثل المعلومات وتراكم الأخبار السيئة، مما قد يؤدي إلى زيادة مخاطر الانهيار.

كما توصلت دراسة (Zhang et al. (2018 إلى أن سيولة الأسهم تؤثر بشكل طردي على مخاطر الانهيار، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية المتمثلة في ٨٩٠٨ شركة خلال الفترة من عام ١٩٩٧ حتى عام ٢٠٠١، وتم تفسير تلك النتيجة على أن ارتفاع سيولة الأسهم قد تدفع المستثمرين المضاربين إلى بيع الأسهم للاستفادة من ارتفاع السعر، مما قد ينتج عنه زيادة في حجم العرض وبالتبعية انخفاض السعر، كما أوضحت تلك الدراسة أن بعض الشركات لجأت إلى إخفاء الأخبار السيئة بهدف تحسين السيولة، ولكن مع تراكم تلك الأخبار أدى إلى زيادة مخاطر الانهيار.

من جانبها تناولت دراسة (Alp et al. (2022 مدى تأثير سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالتطبيق على عينة من الشركات التركية المدرجة بالبورصة والمتمثلة في ٣٦٤ شركة خلال الفترة من عام ٢٠٠٩ حتى عام ٢٠١٩، وكانت أهم نتائج الدراسة أن سيولة الأسهم تؤثر بشكل طردي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأوضحت الدراسة أن تلك النتيجة ترجع إلى العديد من الأسباب من أهمها؛ (١) ارتفاع السيولة نتيجة إخفاء الأخبار السيئة والتي في حالة الإعلان عنها دفعة واحدة أدى إلى زيادة مخاطر الانهيار، (٢) إن ارتفاع السيولة قد يشجع العديد من المستثمرين على بيع الأسهم للاستفادة من ارتفاع السعر، مما قد يترتب عليه زيادة العرض عن الطلب وانخفاض السعر، وبالتبعية زيادة مخاطر الانهيار.

من ناحية أخرى توصلت بعض الدراسات إلى وجود تأثير عكسي لسيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم فطبقاً لدراسة (Ping (2015 فقد أشارت إلى أن سيولة الأسهم من العوامل المهمة التي من الممكن أن تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأوضحت تلك الدراسة أنه كلما ارتفعت سيولة الأسهم، دل ذلك على زيادة حجم الطلب ومن ثم ارتفاع سعر السهم مما قد يُخفض من مخاطر

الانهيار، وتوصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من أهمها أن سيولة الأسهم المرتفعة تسهم في تخفيض مخاطر الانهيار، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية.

تناولت دراسة (Chauhan et al. (2017 تلك العلاقة بالتطبيق على عينة من الشركات الهندية المتمثلة في ١٥٠٠ شركة في الفترة من عام ٢٠٠١ حتى عام ٢٠١٢، وتوصلت إلى وجود تأثير عكسي لسيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأوضحت الدراسة أن تلك النتيجة ترجع إلى أن زيادة سيولة الأسهم تزيد من الرقابة على الإدارة، مما يساعد في الحد من تلاعب الإدارة وإخفائها للأخبار السيئة وبالتبعية انخفاض مخاطر الانهيار مستقبلاً.

في ضوء ما تم عرضه من دراسات سابقة توصل الباحث إلى النقاط الآتية:

١. هناك تأثير لسيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا التأثير قد يكون طردياً في بعض الأحيان، وقد يكون عكسياً في أحيان أخرى، وبصفه عامة يوضح الباحث أن من أهم محددات تلك العلاقة هي؛ القرارات المتخذة من قبل الإدارة، وسلوك المستثمرين.
٢. الاتفاق بين غالبية الدراسات السابقة حول المقاييس المستخدمة في احتساب كل من سيولة الأسهم ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول (٣)

مخاطر انهيار أسعار الأسهم	سيولة الأسهم	الدراسات السابقة
الانحراف السلبي في عوائد الأسهم (NCSKEW)	الفرق بين سعر الشراء والبيع	chang et al. (2017)
الانحراف السلبي في عوائد الأسهم (NCSKEW)	نموذج Amihud (2002)	Chauhan et al. (2017)
الانحراف السلبي في عوائد الأسهم (NCSKEW)	نموذج Amihud (2002)	Zhang et al. (2018)
١. الانحراف السلبي في عوائد الأسهم (NCSKEW) ٢. التقلب أعلى وأسفل في عوائد الأسهم (DUVOL)	نموذج Amihud (2002)	Alp et al. (2022)

١٠. نتائج الدراسة النظرية:

في ضوء ما تم عرضه سابقاً فيما يتعلق بكل من سيولة الأسهم، والاقتراض، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، كذلك عرض وتحليل الدراسات السابقة المرتبطة بهذه المتغيرات، توصل الباحث للعديد من النتائج النظرية والتي يمكن توضيحها وفقاً للعلاقات بين متغيرات الدراسة على النحو التالي:

١/١٠. النتائج النظرية الخاصة بأثر الاقتراض على سيولة الأسهم:

توصل الباحث إلى أن قرار الاقتراض من الممكن أن يؤثر على سيولة الأسهم، وهذا التأثير إما أن يكون تأثيراً طردياً أو تأثيراً عكسياً، وفيما يلي عرض لأهم أسباب تأثير الاقتراض على سيولة الأسهم في ضوء وجهات النظر المختلفة حول تلك العلاقة:

١/١/١٠. زيادة الاقتراض مع ارتفاع سيولة الأسهم (تأثير طردي):

هذه الحالة قد تنشأ للعديد من الأسباب من أهمها:

١. إذا كان العائد من وراء عملية استثمار مبلغ القرض أكبر من معدل فائدة القرض الذي يُمثل التزام على الشركة من ناحية، وتوزيعات حملة الأسهم الممتازة من ناحية أخرى، في هذه الحالة سيكون قرار الاقتراض في صالح المستثمرين، ومن ثم الحفاظ على المستثمرين الحاليين وجذب مستثمرين مرتقبين، وبالتبعية تحسين وزيادة سيولة السهم.

٢. إن اتخاذ الشركة لقرار الاقتراض في تمويل مشروعاتها الاستثمارية وتأدية الأنشطة الخاصة بها بدلاً من التمويل بالملكية، سوف يترتب عليه وجود رقابة فعالة من قبل الدائنين، مما قد يضمن كفاءة الإدارة، وهذه الأسباب سوف تدفع بعض المستثمرين إلى التعامل في أسهم الشركة، وبالتبعية ارتفاع السيولة.

٢/١/١٠. زيادة الاقتراض مع انخفاض سيولة الأسهم (تأثير عكسي):

هذه الحالة قد تنشأ للعديد من الأسباب من أهمها:

١. إذا كان العائد من استخدام مبلغ القرض لا يتعدى معدل الفائدة على القرض والتوزيعات المستحقة لحملة الأسهم الممتازة، في هذه الحالة سيكون قرار الاقتراض في غير صالح المستثمرين؛ وذلك نظراً لأن جزءاً كبيراً من العائد على الأموال المستثمرة لن يعود على المستثمرين بل سوف يتم استخدامه لسد العجز بالنسبة لحملة الأسهم الممتازة أو المقرضين، مما قد يدفع بعض المستثمرين للتخلص من السهم وبالتبعية انخفاض سيولته.

٢. إن اعتماد الشركة على الديون سوف يؤدي إلى زيادة أعبائها المالية، وبالتبعية زيادة المخاطر المرتبطة بالسهم؛ لذلك كلما قامت الشركة باتخاذ قرار بالاقتراض أدى إلى زيادة المخاطر ومخاوف المستثمرين حول احتمالية عدم قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات وسداد تلك الديون، وهذا قد يترتب عليه انخفاض سيولة الأسهم.

٣. إن اعتماد الشركة على الاقتراض سوف يؤدي إلى زيادة تعارض المصالح بين الدائنين والمستثمرين، مما قد يدفع بعض المستثمرين لبيع أسهم الشركة، وبالتبعية انخفاض سيولة الأسهم.

٤. إن زيادة اقتراض الشركة قد يترتب عليه وجود مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، مما قد يدفع البعض منهم إلى بيع أسهم الشركة والتحول إلى شركة أخرى، ومن ثم انخفاض سيولة السهم.

٢/١٠. النتائج النظرية الخاصة بأثر الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

تعددت الآراء حول مدى تأثير الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث توصل البعض إلى أن زيادة اعتماد الشركة على الاقتراض سوف يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ولكن في المقابل توصل البعض الآخر إلى وجود تأثير عكسي للاقتراض على تلك المخاطر، وفيما يلي عرض لأهم أسباب هذا التأثير:

١/٢/١٠. زيادة الاقتراض مع ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم (تأثير طردي):

قد ينشأ التأثير الطردي للاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للعديد من الأسباب من أهمها:

١. إن زيادة الاقتراض قد يترتب عليه زيادة دافع الشركة إلى إخفاء الأخبار السيئة، ولكن مع تراكم تلك الأخبار سوف تصل إلى نقطة معينة ويتم الإعلان عنها دفعة واحدة؛ مما قد يؤدي إلى زيادة مخاطر الانهيار.

٢. إن زيادة الاقتراض قد يؤدي إلى زيادة الضغوط المالية على الشركة خصوصاً في حالة عدم توافر التدفقات الكافية لديها لتغطية الديون، مما قد يزيد من مخاوف المستثمرين حول عدم قدرة إدارة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، وهذا قد يدفعهم لبيع أسهم الشركة، ومن ثم انخفاض سعر السهم ومع استمرار هذا الانخفاض قد يؤدي إلى تعرض السهم لمخاطر الانهيار.

٣. إن زيادة الاقتراض قد يترتب عليه إفصاح أقل للمعلومات وانخفاض الشفافية، مما يؤدي إلى زيادة درجة عدم تماثل المعلومات، وذلك قد يدفع المستثمرين إلى بيع أسهم الشركة، ومن ثم انخفاض سعر السهم، ومع استمرار هذا الانخفاض قد يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

٤. إن زيادة اقتراض الشركة قد يدفع العديد من الدائنين بمطالبة إدارة الشركة بتخفيض الدخول في مشروعات استثمارية كثيرة لضمان حقوقهم، وذلك في ظل حالة عدم التأكد، ولكن هذا الأمر قد يكون في غير صالح المستثمرين بصفة عامة، والمستثمرين الذين يفضلون الاستثمار طويل الأجل بصفة خاصة، وقد يترتب على ذلك بيع هؤلاء المستثمرين أسهم الشركة، ومن ثم انخفاض سعر السهم ومع استمرار هذا الانخفاض قد يُعرض أسهم الشركة للانهيار.

٢/٢/١٠. زيادة الاقتراض مع انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم (تأثير عكسي):

قد ينشأ التأثير العكسي للاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للعديد من الأسباب من أهمها:

١. قد يسهم قرار الاقتراض في تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم بسبب الرقابة الفعالة التي يتم فرضها من قبل الدائنين على إدارة الشركة والتي يترتب عليها تحسين القرارات التي يتم اتخاذها من قبل إدارة الشركة من ناحية، وتحسين الشفافية وزيادة الإفصاح عن المعلومات من ناحية أخرى، مما قد يدفع العديد من المستثمرين إلى شراء أسهم الشركة، وبالتالي ارتفاع سعر السهم وانخفاض مخاطر الانهيار.

٢. نظرًا لأن من أحد أهم العوامل التي قد تؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم هي أنشطة المديرين لإخفاء الأخبار السيئة، فإن الاقتراض يعتبر من الحالات التي قد تسهم في الحد من تلك المشكلة، وذلك على أساس مطالبة الدائنين من أجل تجديد العقد مزيد من المعلومات حول أداء الشركة، وهذا الوضع يمنع تراكم الأخبار السيئة من قبل المديرين، وفي النهاية يمنع حدوث انخفاض حاد في أسعار الأسهم.

٣/١٠. النتائج النظرية الخاصة بأثر سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

في ضوء ما تم عرضه من دراسات سابقة توصل الباحث إلى أن هناك تأثيرًا لسيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا التأثير قد يكون طرديًا في بعض الأحيان وقد يكون عكسيًا في أحيان أخرى، وبصفة عامة يشير الباحث إلى أن من أهم محددات تلك العلاقة هي؛ القرارات المتخذة من قبل إدارة الشركة، وسلوك المستثمرين، ويمكن توضيح سبب هذا التأثير على النحو التالي:

١/٣/١٠. زيادة سيولة الأسهم مع ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم (تأثير طردي):

سيولة الأسهم قد تزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم للعديد من الأسباب من أهمها:

١. قد يكون ارتفاع السيولة ناتجًا عن اتباع سياسات غير مشروعة من قبل إدارة الشركة وإخفائها للأخبار السيئة وإظهار الأخبار الجيدة فقط، مما يترتب عليه زيادة في حجم الطلب على أسهم الشركة، ولكن مع تراكم الأخبار السيئة قد تزيد من مخاطر الانهيار مستقبلاً.

٢. هناك بعض من المستثمرين قد يشككون في سيولة الأسهم المرتفعة وأنها غير حقيقة وناتجة عن قرارات خاطئة، وخصوصًا لو كان هذا الارتفاع خلال فترات الأزمات، مما قد يدفعهم لإنهاء التعامل مع أسهم تلك الشركة وعرضها للبيع، ومن ثم قد يؤدي هذا إلى زيادة حجم العرض، وحدث انخفاض كبير في سعر السهم، وقد يصل في بعض الأحيان إلى الانهيار.

٣. إن ارتفاع سيولة الأسهم قد يكون دافعًا للعديد من المستثمرين إلى عرض أسهمهم للبيع للاستفادة من ارتفاع أسعار الأسهم، ولكن مع زيادة المعروض من تلك الأسهم قد يؤدي إلى انخفاض في سعر السهم، مما قد يترتب عليه ارتفاع مخاطر الانهيار مستقبلاً.

٢/٣/١٠. زيادة سيولة الأسهم مع انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم (تأثير عكسي):

يوضح الباحث أن سيولة الأسهم قد تخفف من مخاطر انهيار أسعار الأسهم للعديد من الأسباب من أهمها:

١. أن سيولة الأسهم دليل على زيادة حجم الطلب، مما سيؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، وخصوصًا بالنسبة للمستثمرين الذين يعتمدون على أسعار الأسهم كمعيار لاتخاذ القرار كما أشارت دراسة Kothari (2001).

٢. أن تكون سيولة الأسهم حقيقية وناتجة عن قرارات مشروعة من قبل إدارة الشركة وعدم إخفائها للأخبار السيئة.

٣. سيولة الأسهم المرتفعة قد تكون دافعا للشركة لوجود آليات حوكمة تتصف بالفاعلية للحفاظ على المستثمرين الحاليين والمرتقبين، وبالتبعية ستحد تلك الآليات من الأسباب التي قد تزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم وبصفة خاصة تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين، وذلك في ضوء نظرية الوكالة.

٤/١٠. النتائج النظرية الخاصة بالأثر غير المباشر للاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء سيولة الأسهم كمتغير وسيط:

في ضوء الأسباب التي تم عرضها والتي تفسر العلاقة بين متغيرات الدراسة يتوقع الباحث أن أثر الاقتراض على سيولة الأسهم، وانعكاس ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، قد يكون في إحدى الحالات الآتية:

الحالة الأولى: زيادة الاقتراض قد يترتب عليه تحسين سيولة الأسهم وانعكاس ذلك على مخاطر الانهيار بالارتفاع:

في ضوء هذه الحالة فإن زيادة الاقتراض سوف يؤدي إلى ارتفاع مخاطر الانهيار، ويمكن تفسير ذلك في ظل سيولة الأسهم كمتغير وسيط، بأن زيادة اقتراض الشركة سوف يكون في صالح المستثمرين مما يؤدي إلى تحسين سيولة الأسهم، إلا أن ارتفاع سيولة الأسهم أدي إلى ارتفاع مخاطر الانهيار، وذلك إما بسبب إتباع ممارسات غير مشروعة في تحسين سيولة الأسهم، أو قيام العديد من المستثمرين ببيع الأسهم المملوكة لهم للاستفادة من السعر، ولكن مع استمرار عرض الأسهم للبيع سوف يترتب عليه انخفاض سعر السهم، وبالتبعية ارتفاع مخاطر الانهيار.

الحالة الثانية: زيادة الاقتراض قد يترتب عليه تخفيض سيولة الأسهم وانعكاس ذلك على مخاطر الانهيار بالارتفاع:

في ضوء هذه الحالة فإن زيادة الاقتراض سوف يؤدي إلى ارتفاع مخاطر الانهيار، ويمكن تفسير ذلك في ظل سيولة الأسهم كمتغير وسيط، بأن زيادة اقتراض الشركة قد يزيد من مخاوف المستثمرين حول احتمالية عدم قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات وسداد تلك الديون، وهذا قد يترتب عليه انخفاض سيولة الأسهم، وفي نفس الوقت انخفاض سيولة الأسهم أدي إلى ارتفاع مخاطر الانهيار؛ حيث إن انخفاض سيولة الأسهم تعني زيادة العرض عن الطلب، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم، وبالتبعية ارتفاع مخاطر الانهيار.

الحالة الثالثة: زيادة الاقتراض قد يترتب عليه تحسين سيولة الأسهم وانعكاس ذلك على مخاطر الانهيار بالانخفاض:

في ضوء هذه الحالة فإن زيادة الاقتراض سوف يؤدي إلى انخفاض مخاطر الانهيار، ويمكن تفسير ذلك في ظل سيولة الأسهم كمتغير وسيط، بأن زيادة اقتراض الشركة أسهم في تحسين سيولة الأسهم، وفي نفس الوقت أدي ارتفاع سيولة الأسهم إلى انخفاض مخاطر الانهيار، حيث إن ارتفاع السيولة يعني زيادة حجم الطلب، مما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، وبالتبعية انخفاض مخاطر الانهيار.

الحالة الرابعة: زيادة الاقتراض قد يترتب عليه تخفيض سيولة الأسهم وانعكاس ذلك على مخاطر الانهيار بالانخفاض:

في ضوء هذه الحالة فإن زيادة الاقتراض سوف يؤدي إلى انخفاض مخاطر الانهيار، ويمكن تفسير ذلك في ظل سيولة الأسهم كمتغير بسيط، بأن زيادة اقتراض الشركة قد ساهم في تخفيض سيولة الأسهم، وذلك إما بسبب زيادة الأعباء المالية من ناحية، أو بسبب تعارض المصالح بين الدائنين والمستثمرين من ناحية أخرى، إلا أن انخفاض سيولة الأسهم أدى إلى انخفاض مخاطر الانهيار، وقد يرجع ذلك إلى إن انخفاض سيولة الأسهم قد تعني عدم وجود مستثمرين مضاربين باعتبارهم أحد أهم أسباب حدوث مخاطر الانهيار، ومن ثم كلما انخفضت سيولة الأسهم، كلما أدى إلى انخفاض مخاطر الانهيار، بالإضافة إلى أن انخفاض سيولة الأسهم لا يعني بالضرورة انخفاض سعر السهم؛ فقد تنخفض السيولة عندما يكون سعر السهم مرتفع بشكل يكون موجه لفئة دون فئة أخرى، لذلك فإن انخفاض سيولة الأسهم نتيجة إرتفاع السعر سوف يترتب عليه أيضاً انخفاض مخاطر الانهيار.

في ضوء التصور المختلف السابق عرضه لتلك العلاقة يمكن القول أن سيولة الأسهم قد تعتبر بمنزلة المتغير الوسيط الذي يفسر سبب تأثير الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويشير الباحث إلى أن سبب تعدد صور تلك العلاقة قد يرجع بشكل أساسي إلى اختلاف سلوك ومتعدتات المستثمرين، كذلك البيئة المحيطة، ومن ثم لكي نستطيع تحديد أي نوع من هذه الصور قد يحدث يجب أن يتم إجراء دراسة تطبيقية.

١١. خلاصة ونتائج البحث:

تمثل هدف البحث في تناول أثر الاقتراض على سيولة الأسهم، ومدى انعكاس ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومن أجل تحقيق هذا الهدف قام الباحث بعرض الإطار النظري لكل من قرار الاقتراض، وسيولة الأسهم، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك عرض الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين تلك المتغيرات وتحليلها؛ وذلك للوقوف على أهم النتائج النظرية التي تم التوصل إليها.

خلص الباحث في ضوء تحليل نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين متغيرات الدراسة إلى تعدد الآراء حول العلاقة بين هذه المتغيرات؛ حيث توصل البعض إلى وجود علاقة طردية، في حين توصل البعض الآخر إلى وجود علاقة عكسية، ويشير الباحث إلى أن هذا الاختلاف قد يرجع بشكل كبير - إلى مجموعة من المحددات والعوامل من أهمها؛ (١) اختلاف معتقدات ورغبات المستثمرين. (٢) القرارات المتخذة من قبل الإدارة. (٣) نوعية المستثمرين ما بين مستثمرين مضاربين ومستثمرين يفضلون الاستثمار في الأجل الطويل.

كما توصل الباحث إلى تعدد حالات وصور العلاقة الخاصة بأثر الاقتراض على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء سيولة الأسهم كمتغير بسيط، ولكن لكي يتم التأكد من صحة هذا الافتراض، بالإضافة إلى تحديد أي من هذه الحالات قد تحدث يجب أن يتم إجراء دراسة تطبيقية.

قائمة المراجع

أولاً . المراجع العربية:

١ . الكتب:

- محمد، سامي راضي. (٢٠١٢). *منهج البحث العلمي في المجال الإداري*. دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر.
- منير، إبراهيم هندي. (٢٠٠٦). *الأوراق المالية وأسواق المال*. دار منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.

٢ . الدوريات:

- أحمد، عبده السيد الصباغ. (٢٠١٩). أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد ٢٣، العدد ١٠، ١-٥٣.
- حميدة، محمد عبد المجيد. (٢٠١٩). قياس أثر التنبؤ الإلزامي لمعايير التقرير المالي الدولية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية. *مجلة البحوث المحاسبية*، الجمعية السعودية للمحاسبة، المجلد ١٤، العدد ١، ٦٩-١٤٢.
- زينة، نبيل زغبوي ومحمود، راضي حامد ومحمود، محمد عبد الهادي صبح. (٢٠١٨). تأثير سيولة السهم على قيمة المنشأة. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ٣، ٢٨٥-٣٠٦.
- سيد، عبد الفتاح سيد. (٢٠٢١). نموذج محاسبي مقترح لقياس أثر الشمول المالي على صافي الدخل من العائد: دراسة تطبيقية. *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الأنبار، العراق، المجلد ٧، العدد ١٢، ٨٦٣-٨٩٤.
- عراق، عبود عمير الدليمي. (٢٠١٨). تأثير سيولة الأسهم على عوائدها الرأسمالية : بحث تطبيقي على أسهم شركات قطاع التأمين في سوق العراق للأوراق المالية. *مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية*، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الأنبار، العراق، المجلد ١٠، العدد ٢٣، ١٢٢-١٤٠.
- عمر، خالد محمد عبد المنعم زكي وهالة، عبدالله الخولي وثناء، عطية فراج. (٢٠٢١). قياس مستوى إفصاح منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية عن أبعاد الاستدامة وانعكاسه على سيولة أوراقها المالية. *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ، المجلد ١١، العدد ٧، ٩٣٩-٩٨٠.

٣ . الرسائل العلمية:

- حسام الدين، بسام محمد جرادة. (٢٠١٥). دراسة أثر التدفقات النقدية على تكلفة الاقتراض في الشركات المساهمة العامة الأردنية. *رسالة ماجستير*، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، الأردن.

- عبد الكريم، خيرى. (٢٠١٩). أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية. *رسالة ماجستير*، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، الجزائر.
- عبد اللطيف، عيادة سالم داوود. (٢٠٠٦). العوامل المؤثرة على سيولة السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية. *رسالة ماجستير*، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين.
- عدي، عبد الرحيم سعيد الحباري. (٢٠١٨). أثر الإفصاح المحاسبي الاختياري على سيولة الأسهم في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق عمان المالي: دراسة تحليلية. *رسالة ماجستير*، كلية الدراسات العليا، جامعة الزرقاء، الأردن.
- محمد، عبده يوسف عبده. (٢٠٢١). أثر هيكل الملكية على سيولة الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. *رسالة ماجستير*، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
- مهند، عثمان زكي الدرهمي. (٢٠١٧). تأثير العوامل المالية للشركات على سيولة الأسهم: دراسة ميدانية على الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة. *رسالة ماجستير*، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن.
- نور الدين، حمدان محمد الحراشنة. (٢٠١٦). أثر الهيكل التمويلي في شركات التأمين الأردنية على العائد على الموجودات خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٤). *رسالة ماجستير*، كلية المال والأعمال، جامعة آل البيت، الأردنية.

ثانياً. المراجع الأجنبية:

1. Periodicals:

- Acharya, V. V., Gale, D., & Yorulmazer, T. (2011). Rollover risk and market freezes. *The Journal of Finance*, 66(4), 1177-1209.
- Alp, O. S., Canbaloglu, B., & Gurgun, G. (2022). Stock liquidity, stock price crash risk, and foreign ownership. *Borsa Istanbul Review*, 22(3), 477-486.
- Arianwuri, F. G., Sutrisno, T., & Prihatiningtias, Y. W. (2017). The Determinants Stock Price Crash Risk of the Manufacturing Firms in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 21(4), 575-586.
- Bhargava, R., Faircloth, S., & Zeng, H. (2017). Takeover protection and stock price crash risk: Evidence from state antitakeover laws. *Journal of Business Research*, 70, 177-184.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2015). Short interest and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 60, 181-194.

- Canbaloglu, B., Alp, O. S., & Gurgun, G. (2022). Debt Maturity Structure and Stock Price Crash Risk: The Case of Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 1-20.
- Chang, X., Chen, Y., & Zolotoy, L. (2017). Stock liquidity and stock price crash risk. *Journal of financial and quantitative analysis*, 52(4), 1605-1637.
- Chauhan, Y., Kumar, S., & Pathak, R. (2017). Stock liquidity and stock prices crash-risk: Evidence from India. *The North American Journal of Economics and Finance*, 41, 70-81.
- Chen, C., Kim, J. B., & Yao, L. (2017). Earnings smoothing: does it exacerbate or constrain stock price crash risk?. *Journal of Corporate Finance*, 42, 36-54.
- Chen, Z., Gao, K., & Huang, W. (2020). Stock liquidity and excess leverage. *Finance Research Letters*, 32,1-7.
- Cheng, F., Chiao, C., Fang, Z., Wang, C., & Yao, S. (2020). Raising short-term debt for long-term investment and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 1-9.
- Cheung, W. M., Im, H. J., Noe, T. H., & Zhang, B. (2017). The effect of stock liquidity on debt-equity choices. *China International Conference in Finance*, April.
- Custódio, C., Ferreira, M. A., & Laureano, L. (2013). Why are US firms using more short-term debt?. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 182-212.
- Dang, V. A., Lee, E., Liu, Y., & Zeng, C. (2018). Corporate debt maturity and stock price crash risk. *European Financial Management*, 24(3), 451-484.
- Dang, T. L., Ly Ho, H., Dzung Lam, C., Thao Tran, T., & Vo, X. V. (2019). Stock liquidity and capital structure: International evidence. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1-20.
- DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2015). Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?. *The Accounting Review*, 90(1), 265-299.
- Edmans, A., Fang, V. W., & Zur, E. (2013). The effect of liquidity on governance. *The Review of Financial Studies*, 26(6), 1443-1482.
- Elsayed, M. S. (2021). The Impact of Debt Structure on Future Stock Price Crash Risk: Evidence From Egypt. *Journal of Accounting Research*, Faculty of Commerce, University of Alexandria, 5 (1), 1-46.

- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 39, 389-405.
- Hachmeister, A. (2007). Informed traders as liquidity providers: evidence from the German equity market. *Springer Science & Business Media*, 66.
- Hasan, M., Rahman, D., Taylor, G., & Oliver, B. (2020). Crash risk and debt maturity: evidence from Australia. *International Journal of Managerial Finance*, 1-24.
- He, G., Bai, L., & Ren, H. M. (2019). Analyst coverage and future stock price crash risk. *Journal of Applied Accounting Research*, Vol.20, No.1, pp.63-77.
- Imanen, A. (2011). Expected returns: An investor's guide to harvesting market rewards. *John Wiley & Sons*.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851-875.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 412-441.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 639-662.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 105-231.
- Kumar, G., & Misra, A. K. (2015). Closer view at the stock market liquidity: A literature review. *Asian Journal of Finance and accounting*, 7(2), 35-57.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of accounting research*, 45(2), 385-420.
- Lee, C. M., Mucklow, B., & Ready, M. J. (1993). Spreads, depths, and the impact of earnings information: An intraday analysis. *The Review of Financial Studies*, 6(2), 345-374.

- Li, X., Wang, S. S., & Wang, X. (2017). Trust and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 76, 74-91.
- Lim, H., Kang, S. K., & Kim, H. (2016). Auditor quality, IFRS adoption, and stock price crash risk: Korean evidence. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(9), 2100-2114.
- Ma, R., Anderson, H. D., & Marshall, B. R. (2016). International stock market liquidity: *a review Managerial Finance*, 117- 135.
- Nadarajah, S., Ali, S., Liu, B., & Huang, A. (2018). Stock liquidity, corporate governance and leverage: New panel evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, 216-234.
- Ping, Z. (2015). Monetary Policy, Stock Liquidity and Stock Price Crash Risk. *South China Journal of Economics*, (7), 3.
- Sidhu, M. K. (2018). Impact of leverage of a company on stock market liquidity in Indian markets. *IOSR Journal of Business and Management*, 20(1), 1-8.
- Taghizadeh Khanqah, V., & Talebnia, G. (2018). The impact of debt maturity on stock price crash risk with an emphasis on information asymmetry. *Journal of Asset Management and Financing*, 6(3), 87-104.
- Umar, M., & Sun, G. (2016). Bank leverage and stock liquidity: evidence from BRICS countries. *Journal of Financial Economic Policy*, 298-316.
- Wang, M., Han, M., & Huang, W. (2020). Debt and stock price crash risk in weak information environment. *Finance Research Letters*, 33, 101186.
- Zhang, H., Arda, B., Lu, Y., & Miao, S. (2018). Stock Liquidity and Price Crash Risk: Evidence from a Kernel Matching Approach. *Annals of Economics and Finance*, 19(2), 653-681.

2. Theses:

- Ali, I. (2013). Dividend payment behavior of European listed firms: Three essays, *Doctoral dissertation*, Université de Grenoble
- Von Wyss, R. (2004). Measuring and predicting liquidity in the stock market, *Doctoral dissertation*.