



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة باتنة 1 الحاج لخضر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



دور المرونة المالية في الرفع من قدرة المؤسسة على الاستثمار دراسة لعينة من المؤسسات

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية شعبة علوم مالية ومصرفية

تحت إشراف

من إعداد

أ.د / زيتوني عمار

أسماء بلعلمي

لجنة المناقشة

| الاسم واللقب | الرتبة | الجامعة الأصلية | الصفة |
|---------------------|----------------------|-----------------|-------|
| أ.د خلوط علاوة | أستاذ التعليم العالي | جامعة باتنة 1 | رئيسا |
| أ.د زيتوني عمار | أستاذ التعليم العالي | جامعة باتنة 1 | مقررا |
| د عدوان رشيد | أستاذ محاضر - أ- | جامعة باتنة 1 | عضوا |
| أ.د خوني رابح | أستاذ التعليم العالي | جامعة بسكرة | عضوا |
| د ليليا بن منصور | أستاذة محاضرة - أ- | جامعة خنشلة | عضوا |
| أ.د عزالدين بن تركي | أستاذ التعليم العالي | جامعة قسنطينة 2 | عضوا |

السنة الجامعية 2018/2019 م

إلى من...

لا أرى جمال الدنيا بدونهم؛

ولا أشعر بآلامها مع دعائهم ...

بسم الله الرحمن الرحيم
(وقل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون)
صدق الله العظيم

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك .. ولا يطيب النهار إلا بطاعتك .. ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك
ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برويتك

الحمد لله ذي المن والفضل والإحسان، حمداً يليق بجلاله وعظمته. وصلِّ اللهم على خاتم الرسل، من لا نبي بعده، صلاةً تقضي لنا بها الحاجات، وترفعنا بها أعلى الدرجات، و تبلِّغنا بما أقمى الغايات من جميع الخيرات، في الحياة وبعد الممات. والله الشكر أولاً وأخيراً، على حسن توفيقه، وكريم عونه، وعلى ما منَّ وفتح به عليّ من إنجاز لهذه الأطروحة، بعد أن يسّر العسير، وذلّل الصعب، وفرّج همّ ، وعلى تفضُّله عليّ بوالدين كريمين شقاً لي طريق العلم، وكانا خير سند لي طيلة حياتي من تشجيع ودعاء وصبر وعطاء.

ويسرني بأن أخص بالشكر والعرفان بالجميل أيضاً زوجي العزيز على دعمه لي حيث كان خير عون لي.

كما أدينُ بفائق الشكر والامتنان إلى من أمدني من واسع علمه أستاذي وموجهي الدكتور / عمار زيتوني. الذي تفضل بالإشراف على هذا البحث فجزاه الله عني كل خير فله مني كل الاحترام والتقدير.

كما أتقدم بالشكر والامتنان للأساتذة الأفاضل لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة الرسالة والحكم عليها.

كما أحمل الشكر والعرفان إلى كل من مدني بالعلم والمعرفة، وأسدى لي النصح والتوجيه من قريب أو من بعيد.

وختاماً أسأل الله سبحانه وتعالى أن ينفع بها ويبارك فيها والله ولي التوفيق.

دور المرونة المالية في الرفع من قدرة المؤسسة على الاستثمار

دراسة لعينة من المؤسسات

فهرس المحتويات

| الموضوع | الصفحة |
|--------------------------------|--------|
| الإهداء | أ |
| شكر وتقدير | ب |
| فهرس المحتويات | ج |
| قائمة الجداول | ح |
| قائمة الاشكال و الملاحق | ي |
| ملخص الدراسة باللغة العربية | ك |
| ملخص الدراسة باللغة الإنجليزية | ل |

| مقدمة | |
|---|----|
| مقدمة | 2 |
| 1- مشكلة الدراسة | 4 |
| 2- أهمية الدراسة | 5 |
| 3- أهداف الدراسة | 6 |
| 4- فرضيات الدراسة | 6 |
| 5- الدراسات السابقة | 7 |
| 5-1 دراسات سابقة لها علاقة غير مباشرة المرونة المالية | 7 |
| 5-2 دراسات لها علاقة مباشرة بالدراسة الحالية | 12 |
| 5-3 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة | 15 |
| 6- صعوبات الدراسة | 16 |
| 7- خطة الدراسة | 16 |

الفصل الأول مدخل عام للاستثمار

| | |
|----|---|
| 20 | تمهيد |
| 21 | المبحث الأول: مفهوم الاستثمار |
| 21 | 1-1 تعريف الاستثمار |
| 24 | 1-2 أنواع الاستثمار |
| 27 | 1-3 أهداف الاستثمار |
| 29 | المبحث الثاني: سياسات الاستثمار وأدواته |
| 29 | 2-1 سياسات الاستثمار |
| 31 | 2-2 أدوات الاستثمار |
| 35 | المبحث الثالث: الاستثمار والتمويل |
| 35 | 3-1 العلاقة بين الاستثمار والتمويل |
| 36 | أولاً: مفهوم التمويل |
| 37 | ثانياً: تطور الفكر المالي |
| 37 | 3-2 مصادر تمويل الاستثمار |
| 38 | 1- المصادر الداخلية للتمويل |
| 41 | 2- المصادر الخارجية للتمويل |
| 48 | 3-3 المقومات الأساسية لقرار الاستثمار |
| 48 | أولاً: أنواع القرارات الاستثمارية |
| 50 | ثانياً: المقومات الأساسية لقرار الاستثمار |
| 56 | المبحث الرابع: مخاطر الاستثمار |
| 57 | 4-1 تعريف مخاطر الاستثمار |
| 58 | 4-2 أنواع مخاطر الاستثمار |
| 60 | 4-3 مصادر مخاطر الاستثمار |
| 60 | أولاً: مصادر المخاطر المنتظمة |
| 66 | ثانياً: مصادر المخاطر غير المنتظمة أو مخاطر الأعمال |
| 68 | خلاصة |

الفصل الثاني

المفاهيم الأساسية للمرونة المالية

| | |
|-----|---|
| 70 | تمهيد |
| 70 | المبحث الأول: مفاهيم حول المرونة المالية |
| 71 | 1-1 مفهوم المرونة المالية |
| 71 | 1-2 قيمة المرونة المالية |
| 72 | 1-3 مصادر المرونة المالية |
| 75 | 1-4 ظهور المرونة المالية في الأدبيات النظرية |
| 80 | 1-5 آراء أخرى حول المرونة المالية |
| 80 | المبحث الثاني: نظرة عامة على النظريات المرتبطة بالمرونة المالية |
| 81 | 2-1 نظرية Modigliani and Miller Theory |
| 83 | 2-2 نظرية الوكالة (نظرية التدفق النقدي الحر) Agency Theory |
| 86 | 2-3 نظرية المقايضة Trade Off Theory |
| 91 | 2-4 نظرية الإشارة Signaling Theory |
| 91 | 2-5 نظرية ترتيب الأولويات التمويل Pecking Order Theory |
| 95 | 2-6 نظرية عدم تماثل المعلومات Asymmetric Information |
| 96 | المبحث الثالث: علاقة المرونة المالية بهيكل رأس المال |
| 97 | 3-1 علاقة المرونة المالية بنسبة المديونية في هيكل رأس المال |
| 99 | 3-2 علاقة المرونة المالية بتوزيعات الأرباح وتوفر النقدية |
| 101 | 3-3 علاقة المرونة المالية بالقدرة غير المستغلة على الاستدانة |
| 102 | المبحث الرابع: المرونة المالية والقدرة على الاستثمار |
| 102 | 4-1 التدفق النقدي، الاستثمار وسياسة الدفع |
| 104 | 4-2 علاقة التمويل الداخلي بالمرونة المالية |
| 106 | 4-3 المرونة المالية واحتياجات التمويل قصير الأجل |
| 107 | 4-4 تكاليف ومزايا استخدام النقدية والديون للتمويل قصير الأجل |
| 110 | خلاصة |

الفصل الثالث

الدراسة النظرية للجانب التطبيقي

| | |
|-----|---|
| 112 | تمهيد |
| 113 | المبحث الاول: مجتمع الدراسة |
| 113 | 1-1 مجتمع الدراسة |
| 114 | 1- السوق المالية السعودية (تداول) |
| 116 | 2- سوق عمّان المالي |
| 118 | 3- سوق الكويت للأوراق المالية |
| 121 | 4- البورصة المصرية |
| 125 | 5- سوق العراق للأوراق المالية |
| 127 | 6- سوق الامارات للأوراق المالية |
| 131 | 7- بورصة قطر |
| 133 | 1-2 التطورات الاقتصادية والمالية العربية والخليجية |
| 133 | 1- الاقتصاد العربي |
| 134 | 2- الاقتصاد الخليجي |
| 135 | 3- أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2014 |
| 136 | المبحث الثاني: نموذج الدراسة |
| 136 | 1-2 مصادر جمع البيانات |
| 138 | 2-2 نموذج الدراسة |
| 141 | المبحث الثالث: متغيرات الدراسة وأساليب تحليل البيانات |
| 141 | 1-3 متغيرات الدراسة |
| 146 | 2-3 أساليب تحليل البيانات |
| 147 | خلاصة |

| الفصل الرابع | |
|---------------------------------------|--|
| تحليل البيانات ومناقشة النتائج | |
| 149 | تمهيد |
| 150 | المبحث الاول: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة |
| 150 | 1-1 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة |
| 162 | 2-2 مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج |
| 164 | المبحث الثاني: تقدير نموذج الرافعة المالية المتوقعة |
| 164 | 2-1 نتائج تحليل نموذج الرافعة المالية |
| 175 | 2-2 حساب معدل المتغير الوهمي للمرونة المالية |
| 176 | المبحث الثالث: نتائج تحليل نموذج الاستثمار |
| 177 | 3-1 نتائج تحليل نموذج الاستثمار لعينة الدراسة |
| 190 | 3-2 نتائج اختبار الفرضيات |
| 191 | خلاصة |

| خاتمة | |
|--------------|----------------------|
| 193 | خاتمة |
| 194 | نتائج الدراسة |
| 195 | الاقتراحات |

| المراجع والملاحق | |
|-------------------------|------------------------------|
| 197 | أولاً: قائمة المراجع |
| 205 | ثانياً: قائمة الملاحق |

قائمة الجداول

| رقم الجدول | عنوان الجدول | الصفحة |
|------------|---|--------|
| 3-1 | تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-2014 | 115 |
| 3-2 | تطور نشاط التداول بالأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة 2010-2014 | 117 |
| 3-3 | تطور نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2014 | 120 |
| 3-4 | تطور نشاط التداول في البورصة المصرية خلال الفترة 2010-2014 | 122 |
| 3-5 | تطور نشاط التداول في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2014 | 126 |
| 3-6 | تطور نشاط التداول في سوق الإمارات للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2014 | 130 |
| 3-7 | تطور نشاط التداول في بورصة قطر خلال الفترة 2010-2014 | 132 |
| 3-9 | نشاط التداول للبورصات العربية في 2014 | 135 |
| 3-10 | اسعار صرف وحدات العملات العربية مقابل الدولار الأمريكي متوسط الفترة 2010-2014 | 138 |
| 3-11 | ملخص لمتغيرات الدراسة وطرق حسابها | 145 |
| 4-1 | الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي السعودي | 151 |
| 4-2 | الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي الاردني | 152 |
| 4-3 | الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي الكويتي | 154 |
| 4-4 | الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي المصري | 155 |
| 4-5 | الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي العراقي | 157 |
| 4-6 | الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي الاماراتي | 158 |
| 4-7 | الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي القطري | 160 |
| 4-8 | نتائج الانحدار للشركات السعودية | 165 |
| 4-9 | نتائج الانحدار للشركات الاردنية | 167 |

| | | |
|-----|--|------|
| 168 | نتائج الانحدار للشركات الكويتية | 4-10 |
| 170 | نتائج الانحدار للشركات المصرية | 4-11 |
| 171 | نتائج الانحدار للشركات العراقية | 4-12 |
| 173 | نتائج الانحدار للشركات الاماراتية | 4-13 |
| 174 | نتائج الانحدار للشركات القطرية | 4-14 |
| 177 | نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات السعودية | 4-15 |
| 179 | نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات الاردنية | 4-16 |
| 180 | نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات الكويتية | 4-17 |
| 182 | نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات المصرية | 4-18 |
| 183 | نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات العراقية | 4-19 |
| 185 | نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات الاماراتية | 4-20 |
| 186 | نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات القطرية | 4-21 |
| 188 | نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات الصناعية محل الدراسة | 4-22 |

قائمة الأشكال

| رقم الشكل | عنوان الشكل | الصفحة |
|-----------|--|--------|
| 3-1 | أداء مؤشرات البورصات العربية خلال عام 2014 | 124 |

قائمة الملاحق

| رقم الملحق | عنوان الملحق | الصفحة |
|------------|--|--------|
| 1 | قائمة المؤسسات الصناعية محل الدراسة | 205 |
| 2 | مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي السعودي | 218 |
| 3 | مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي الاردني | 219 |
| 4 | مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي الكويتي | 220 |
| 5 | مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي المصري | 221 |
| 6 | مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي العراقي | 222 |
| 7 | مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي الاماراتي | 223 |
| 8 | مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي القطري | 224 |

دور المرونة المالية في الرفع من قدرة المؤسسة على الاستثمار - دراسة لعينة من المؤسسات

اعداد: أسماء بلعلمي

اشراف: أ.د. عمار زيتوني

الملخص

يتمثل هدف هذه الدراسة في تحديد الدور الذي تلعبه المرونة المالية في الرفع من قدرة المؤسسة على الاستثمار، وهذا باستخدام عينة واسعة تكونت من سبعة أسواق مالية و 280 شركة صناعية في الفترة 2010-2014، تعرف المؤسسات التي تحتفظ بمرونة مالية منخفضة لفترة معينة على انها شركات مرنة ماليا، ويمكن استخلاص المرونة المالية من خلال الانحراف السلبي بين نسبة الرافعة المالية المقدره والرافعة المالية الفعلية، وبالتالي يمكن تصنيف الشركة انها ذات مرونة مالية إذا كانت تحتفظ برافعة مالية منخفضة على الأقل لمدة 3 سنوات. ومن أجل اختبار ما إذا كانت المرونة المالية لها أي تأثير على القدرة الاستثمارية للشركات محل الدراسة. تم استخدام نموذج الاستثمار المعزز بالمتغير الوهمي للمرونة المالية بالإضافة الى التفاعل بين هذا المتغير الوهمي ونسبة التدفق النقدي للشركة. وتبين لنا من خلال النتائج أن وضع المرونة المالية في الواقع ليس له أي تأثير على قدرة الاستثمارية للمؤسسات محل الدراسة. كما توصلت الدراسة إلى أن تباين قيمة المرونة المالية بين المؤسسات ليس له علاقة بقدرة المؤسسة على الاستثمار. أي ان هذه المؤسسات سواء كانت صغيرة أو كبيرة لن تتأثر سياستها الاستثمارية بمدى اتباعها لسياسة رفع مالي متحفظة على عكس ما كان متوقع.

الكلمات المفتاحية: المرونة المالية، القدرة على الاستثمار، المؤسسات الصناعية، السوق المالي.

Abstract

The main objective of this study is to determine the role of financial flexibility in increasing the companies's ability to invest, using an extensive sample from 280 industrial companies listed in seven financial markets for the period 2010-2014. We identified as financially flexible those companies with low leverage for at least 3 years. Financial flexibility can be derived through a negative deviation between the estimated leverage ratio and the actual leverage. To test whether financial flexibility has any impact on investment ability, We use the investment model enhanced by the interaction between financial flexibility dummy variable and cash-flow. The results show that financial flexibility does not have any impact on the investment ability of companies. The results also show that the difference in the value of financial flexibility between companies has nothing to do with the ability of these companies to invest. In other words, these institutions, whether small or large, will not be affected by their investment policy to the extent that they follow a conservative monetary policy, contrary to what was expected.

Keywords: Financial Flexibility, investment ability, industrial companies, financial markets.

المقدمة

مقدمة

قد تلقت المرونة المالية اهتماما كبيرا من طرف الباحثين والأكاديميين، اعتمادا على الأدبيات السابقة، والتي أظهرت أن العامل الأساسي الذي يؤثر على القرارات التمويلية في الشركة هو رغبة المديرين في الاحتفاظ بالمرونة المالية. وبالتالي أصبحت المرونة المالية في مرتبة أعلى مما كانت تتنبأ به النظريات المالية، وتحولت تدريجيا إلى محط اهتمام العديد من الدراسات النظرية والتطبيقية. وتعتبر المرونة المالية عن قدرة الشركة على التحكم بمصادر التمويل استجابة للاختلالات المفاجئة وغير المتوقعة في التدفقات النقدية والاستثمارات المتاحة أي أن المرونة المالية تمثل قدرة الشركة على الاستجابة بفعالية للمخاطر غير المتوقعة للتدفقات النقدية أو الفرص الاستثمارية.

وفي هذا السياق تم فحص العديد من الدراسات فيما يتعلق بالمرونة المالية؛ كتأثيرها على هيكل رأسمال الشركة، وظيفتها في نظرية الوكالة، خصائص تعزيز القيمة الخاصة بها، أو تفاعلاتها مع فرص النمو وكذلك علاقتها بقرارات الاستثمار والخيارات الحقيقية.

واعتمادا على تعريفها، تلعب المرونة المالية دور هام في تفسير بعض مشاكل التمويل في الشركات. ففي نظر بعض الباحثين، فإن المرونة المالية تبرز كقوة مهيمنة تتحكم في قرارات الرفع المالي في الشركة. وتعتبر المرونة المالية هي الحلقة الحاسمة المفقودة في نظريات هيكل رأس المال. فمثلا عند الأخذ بعين الاعتبار تكاليف الوكالة عند القيام بالاستثمار، فإن الباحثين ينظرون للمرونة المالية على أنها وسيلة للتخفيف من حدة الصراع بين الوكلاء. بالإضافة إلى ذلك فإنه يمكن تعزيز قيمة الشركة من خلال تغيير مستوى الرافعة المالية استجابة لتغيرات السوق أو الظروف الفردية، وبالتالي التخفيف من معوقات الاستثمار. كما يمكن للمرونة المالية أن ترفع من قيمة الخيارات

الحقيقية حيث أنها تحسن من قدرة الإدارة على التقاط فرص النمو. وبالتالي يمكن للمرونة المالية ومكوناتها أن ترتبط بنشاطات الشركة الاستثمارية، إذا كانت الأسواق المالية تعاني من معوقات؛ وكانت تكاليف التمويل الخارجي باهظة أو أيضا في حالة وجود تكاليف الوكالة.

تركز هذه الدراسة على المرونة المالية المتأتات من خلال إتباع سياسة رافعة مالية متحفظة. حيث أشارت الأدبيات السابقة أن المرونة المالية هي التي تقود قرارات الشركة التمويلية، فالشركات تعتمد إلى تطبيق سياسة رفع مالي متحفظة للحفاظ على الاحتياطات الكبيرة من الطاقة غير المستغلة للاقتراض، والتي تسمح لها فيما بعد من الوصول إلى أسواق رأس المال عند حدوث مشاكل تعيق من فرصها الاستثمارية. وبالتالي فإن قيمة كون الشركة تتمتع بمرونة مالية ترتبط مباشرة بقدرتها على تنفيذ مشاريع استثمارية جديدة: حيث أنه كلما ارتفعت نسبة الاستثمارات التي تقوم بها الشركات التي تتمتع بمرونة مالية؛ كلما ارتفعت قيمة المرونة المالية لتلك الشركات. علاوة على ذلك، ينبغي أن تكون قيمة المرونة المالية أكبر في حالة ما اذا كانت الشركة تتوقع مواجهة المعلومات غير المتماثلة والمشاكل التعاقدية، مما يسمح للشركات بتنفيذ استثمارات أكثر.

1- مشكلة الدراسة

في إطار سوق رأس مال متكامل، فإن الشركات بإمكانها دائماً أن تستثمر في المستوى الأمثل لها (Optimum Level)، كما بإمكانها ضبط هيكلها التمويلي لمواجهة أية تغيرات غير متوقعة في السيولة وفرص النمو. ومع ذلك عندما تكون أسواق رأس المال بعيدة عن الكمال؛ وتكلفة التمويل الخارجي مستمرة في الارتفاع، فإن فكرة توفر الشركة على مرونة مالية تصبح أكثر أهمية. فهي ترتبط بقدرة الشركة على القيام بالاستثمار في المستقبل عندما تحد كل من مخاطر الاستثمار المستقبلية وعدم تماثل المعلومات من استغلال فرص الاستثمار المربحة للشركات.

انطلاقاً من أهمية المرونة المالية للشركة عند اتخاذ قرارات الشركة سواء التمويلية كانت أو الاستثمارية. حاولت الدراسة الحالية الربط بين المرونة المالية للشركة وقدرتها على الاستثمار. وذلك بهدف معرفة فيما إذا كانت الفائدة التي تعود على الشركة انطلاقاً من كونها تتمتع بدرجة من المرونة المالية تتغير فيما بين الشركات والدول. بعبارة أخرى معرفة ماهية الشركات التي تستفيد أكثر من كونها شركات تتمتع بمرونة مالية.

ويمكن تجسيد هذه العلاقة من خلال السؤال التالي:

ما هو دور المرونة المالية في الرفع من قدرة المؤسسة على الاستثمار؟

ومنه يمكن معالجة الأسئلة الفرعية التالية:

- هل تتغير استفادة الشركة من كونها تتمتع بدرجة من المرونة المالية فيما بين الدول؛ بعبارة أخرى ماهي الشركات التي تستفيد أكثر من كونها شركات مرنة مالياً؟
- هل هناك علاقة بين المرونة المالية للشركة وقدرة الشركة على الاستثمار بمعنى هل المرونة المالية تحسن فعلاً من القدرة الاستثمارية للشركات؟

2- أهمية الدراسة

تكمل هذه الدراسة الأدبيات المتعلقة بالمرونة المالية في العديد من الطرق. حيث قامت بعض الدراسات بتقديم أدلة حول فعالية المرونة المالية المتأتمية من خلال اتباع سياسة رفع مالي متحفظة في التأثير على قدرة الشركات على الاستثمار وأدائها على المدى البعيد. في حين اهتمت دراسات أخرى بتأثير المرونة المالية على قرارات التمويل. أما الدراسة الحالية فتحاول تقديم أدلة حول كيف أن تأثير قيمة المرونة المالية يتفاوت بين الشركات التي تواجه درجات مختلفة من القيود المالية، بالإضافة إلى ذلك تحاول هذه الدراسة أن تبين أن وضع المرونة المالية يسمح للشركات أن تستثمر أكثر حتى في حالة وجود مخاطر السيولة الخارجية.

وبالتالي تشكل هذه الدراسة إطاراً مرجعياً هاماً للدراسات المستقبلية، خصوصاً أنه حسب علم الباحثة لا توجد دراسات محلية تطرقت لهذا الموضوع. وبذلك يمكن لهذه الدراسة توجيه الدراسات المستقبلية، لتناول مختلف الموضوعات ضمن الإطار العام للدراسة الحالية.

3- أهداف الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة المشار إليها، فإن هدف الدراسة العام هو اختبار تأثير المرونة المالية على قدرة الشركات على القيام بالاستثمار، وبشيء من التفصيل يمكن إدراج أهداف الدراسة على النحو التالي:

- اختبار فيما إذا كانت قيمة كون الشركة تتمتع بدرجة من المرونة المالية تتغير فيما بين الدول؛ بعبارة أخرى تحديد الشركات التي تستفيد أكثر من كونها شركات مرنة ماليا.
- تحديد العلاقة بين المرونة المالية للشركة وقدرة الشركة على الاستثمار، وبالتالي اختبار امكانية تحسين المرونة المالية من القدرة الاستثمارية للشركات.

4- فرضيات الدراسة:

انطلاقا من مشكلة الدراسة والأسئلة الفرعية المشار إليها، وبناء على الدراسات والبحوث السابقة التي تتعلق بموضوع الدراسة، ومن أجل الوصول إلى الهدف الرئيسي فقد تم وضع الفرضيات التالية:

- إن المرونة المالية التي تتحقق من خلال اتباع الشركة لسياسة رفع مالي معتدلة؛ تكون أكثر أهمية بالنسبة للشركات الخاصة، الصغيرة، الشركات متوسطة الحجم والشركات الحديثة.
- إن المرونة المالية ترتبط بقدرة الشركة على القيام بالاستثمار في المستقبل.

5- الدراسات السابقة

في هذا العنصر تتناول الباحثة عرضاً لأهم البحوث والدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة، وقد تم تقسيمها إلى قسمين: دراسات لها علاقة مباشرة بالدراسة الحالية، ودراسات لها علاقة غير مباشرة بالدراسة الحالية.

5-1 دراسات لها علاقة غير مباشرة بالدراسة الحالية:

تناولت العديد من الدراسات الأجنبية موضوع المرونة المالية؛ ومن بينها دراسة الباحثين (Singh and Hodder, 2000) التي هدفت إلى تحديد كيفية تأثير المرونة المالية على قرارات هيكل رأس مال الشركات الأمريكية متعددة الجنسيات، وقد توصلت إلى عدة نتائج تتلخص أهمها في أن المرونة المالية هي المحدد الأساسي لهيكل رأس المال الأمثل باعتبارها بديلاً ومكملاً للرافعة المالية على حد سواء، وعلاوة على ذلك، فإنها توفر قيمة إضافية للشركات محل الدراسة Synergistic Value، والتي لا يمكن تحقيقها من خلال استراتيجية الاستثمار في المحافظ المالية. بالإضافة إلى ذلك فإن الاقتراض الأمثل يمكن أن يخفف إلى حد كبير من اختلاف المعدلات الضريبية بين البلدان على قيمة الشركة، كما يمكن تطبيق هذه النتيجة على الشركات متعددة الجنسيات وكذلك الشركات التي تنشط في بلد واحد. وبالتالي يظهر أن امكانيات الشركات متعددة الجنسيات لاستغلال الاختلافات الضريبية بين البلدان ليس ذا أهمية كبيرة. وهذا يشير أيضاً إلى أن هذه الشركات يمكن أن تتخذ قرارات الاستثمار عبر مختلف البلدان دون أن تكون الاختلافات الضريبية الاعتبار الأول في قراراتها، وكبديل للحد من تأثير الاختلافات الضريبية يمكن لهذه الشركات أن تحول الدخل أو التخفيضات الضريبية عبر مختلف فروعها، مما يعني أن هذا النوع من المرونة

المالية غير متاحة للشركات التي تنشط فقط في بلد واحد وفي المقابل تقدم مزايا مميزة للشركات المتعددة الجنسيات حسب هذه الدراسة. وليس من المستغرب أن تكون للمرونة المالية أهمية خاصة بالنسبة للشركات التي تحتفظ بنسبة منخفضة من الديون لأنه يمكن أن تكون بديلا للاقتراض كآلية لتخفيض التباين في الضرائب. لكن من الواضح أن دور المرونة المالية يتغير في حالة الاحتفاظ بنسبة عالية من الرافعة المالية، فتعمل كمكمل للرافعة المالية عن طريق الحد من مخاطر التخلف عن السداد والدروع الضريبية. وبالتالي مع انخفاض الدور الإحلالي للمرونة المالية مع ارتفاع الرافعة المالية يصبح الأثر التكميلي أكثر أهمية.

من المهم معرفة وفهم التفاعل بين المرونة المالية والرافعة المالية، لأن كلا منهما يعزز قيمة الشركة بطريقة لا يمكن للعنصر الآخر أن يحققها. فالمرونة المالية تمكن الشركات التي تحتفظ بنسبة عالية من الرافعة المالية من تجنب دفع الضرائب بمعدلات عالية، في المقابل يمكن للشركة أن تحمي نفسها في حالة انخفاض معدلات الضرائب عن طريق الاقتراض. من ناحية أخرى الاقتراض يزيد من تكاليف فقدان الدروع الضريبية أو تكبد تكاليف التعثر المالي، بينما تساعد المرونة المالية على التحكم في هذه المخاطر.

وبالتالي فإن المرونة المالية تعتبر أحد المحددات الأساسية لهيكل رأس المال في الشركات المتعددة الجنسيات. علاوة على ذلك فإنها توفر قيمة جديدة لهذه الشركات لا يمكن تحقيقها من خلال استراتيجيات الاستثمار في المحافظ المالية. وبالتالي فإنه ينبغي النظر إلى المرونة المالية على أن لها تأثيرا رئيسيا على كيفية هيكلة هذه الشركات لعملياتها الدولية وكذلك اختيار المكان الأنسب للاستثمار.

كما أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن المرونة المالية قد تكون مهمة جدا بالنسبة للشركات التي تواجه تكاليف الوكالة المرتبطة بالاقتراض. فالمرونة المالية تمكن هذه الشركات من اجراء عملياتها في الدول ذات الضرائب المنخفضة والمرتفعة على حد سواء دون الحاجة الى الاقتراض للتخفيف من الفروقات الضريبية.

خلصت هذه الدراسة إلى أن الشركات الموجودة في البلدان التي تسمح بمرونة مالية منخفضة تميل إلى استخدام المزيد من الديون في هيكل رأسمالها. كما يجب على الشركات التي تفضل وضعية الديون المنخفضة أن توجه معظم العمليات ذات الضرائب المرتفعة إلى البلدان التي تسمح باستخدام مرونة مالية كبيرة. كما يتوقع من هذه الشركات الاستفادة من الهياكل التشغيلية والملكية والهياكل المحاسبية التي تعزز المرونة المالية. عليه ستختلف المرونة المالية بين البلدان باختلاف القوانين الضريبية.

وفي دراسة أخرى أجريت على عينة من الشركات التايلندية، قام (Vithessonthi, 2010) بمناقشة إمكانية تأثير النظام المالي الذي تتبعه الشركة على اختيارها لهيكل رأسمالها. أسهمت هذه الدراسة في أدبيات الإدارة والتمويل من خلال تحليل التأثير المشروط للأنظمة المالية على هيكل رأس مال الشركة والتغيير التنظيمي. وبشكل أكثر تحديدا، توصلت الدراسة لوجود علاقة موجبة بين كل من المرونة المالية والتغيير التنظيمي وأن هيكل النظام المالي يعدل أثر المرونة المالية على التغيير التنظيمي.

أما في دراسة (Daniel et al., 2010) قام الباحثون بأخذ عينة تكونت من 1500 شركة أمريكية في الفترة ما بين (1992 - 2006)، وذلك بهدف لتحديد أهم مصادر المرونة المالية. توصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من بينها؛ أن المرونة المالية في شكل قدرة الشركة على

الاستدانة لها تأثير كبير على تكاليف التمويل الخارجي، وأن تكاليف الوكالة للموجودات النقدية مهمة اقتصاديا. وبالتالي اعتبرت أن قدرة الشركة على الاستدانة، تمثل مصدرا رئيسيا للمرونة المالية. على هذا النحو يكون لهذه الأخيرة آثارا على ديناميكية هيكل رأس مال الشركة. ولتتمكن الشركات من مواجهة مشكلة انخفاض التدفقات النقدية من إجمالي توزيعات الأرباح المتوقعة ومستوى الاستثمارات، فإن عليها أن تختار بين تخفيض الأرباح الموزعة، أو التخفيض من الاستثمارات، أو زيادة أموالها عن طريق بيع الأصول أو الأوراق المالية، أو تخفيض احتياطياتها النقدية.

ومن منظور آخر هدفت دراسة أخرى للباحثين (Bancel and Mitto, 2010) إلى معرفة كيفية تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على المرونة المالية للشركات الفرنسية، بالتركيز على مصادر ومقاييس المرونة المالية. وتوصل الباحثان إلى نتائج تفيد أن الشركات التي تتمتع بمرونة مالية عالية تعاني بشكل أقل من تأثير الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى أن الشركات التي تعتمد أكثر على التمويل الداخلي من المحتمل أن تكون لديها نسبة رفع مالي أقل، ونسب أعلى من النقدية، كما أن عملياتها التجارية قد لا تتأثر كثيرا بالأزمة المالية. وأشارت النتائج أيضا إلى أن المؤشر الذي يقوم على أساس كل من نسبة الرافعة المالية للشركة، والسيولة ونسب التشغيل - مثل نموذج ألتمان - ، قد يكون مقياس أفضل للمرونة المالية بدلا من مقياس نسبة الديون طويلة الأجل، وأخيرا خلصت الدراسة إلى أن المرونة المالية تعتبر جزءا مهما من الاستراتيجية التجارية للشركة يمكن الاستفادة منه في اتخاذ قرارات هيكل رأس المال.

وفي دراسة حديثة هدفت إلى اختبار تأثير المرونة المالية على قرارات هيكل رأس المال، اعتمد (Clark, 2010) على عينة كبيرة من الشركات الأمريكية المتداولة علنا خلال الفترة (1971-2006). حيث أشارت أهم النتائج التي توصلت إليها دراسته إلى أنه عندما تكون القيمة الحدية

للمرونة المالية عالية، فإن هذه الأخيرة تصبح المحدد الرئيسي لهيكل رأس المال، أما المحددات الأخرى فتصبح غير مهمة نسبياً. وبالتالي فإن هذه الشركات تعتمد أكثر على إصدار الأسهم كمصدر لتمويل عملياتها على حساب إصدار الديون (الاقتراض).

كما هدفت دراسة (Byoun, 2011) أيضاً إلى تحديد مدى تأثير المرونة المالية على قرارات هيكل رأس المال، بالاعتماد على بيانات الشركات الأمريكية للفترة (1971-2006)، وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات النامية وفي طور بناء المرونة المالية، لديها رافعة مالية منخفضة، أما الشركات المتطورة وفي مرحلة الاستعادة من المرونة المالية لتمويل فرص النمو، فليها رافعة مالية مرتفعة، بينما الشركات الناضجة التي هي في طور إعادة بناء المرونة المالية فليها رافعة مالية متوسطة. وبالتالي خلصت الدراسة إلى أن الفوائد والتكاليف المرتبطة بالمرونة المالية للشركة تؤثر على قرارات هيكل رأس المال، ولكن ليس بالطريقة التي افترضتها نظريات هيكل رأس المال التقليدية.

بالإضافة إلى ذلك، هدفت دراسة (Killi et al., 2011) كذلك إلى معرفة إمكانية تأثير قيمة المرونة المالية على قرارات هيكل رأس المال، بالاعتماد على بيانات سنوية خلال الفترة (1998-2008) لعينة دولية تكونت من 7175 شركة تداول عامة تقع في 17 دولة أوروبية. وأشارت أهم النتائج إلى أن الشركات محل الدراسة تحتفظ بنسب رفع مالي منخفضة في حالة الاستعادة من المرونة المالية، كما أن الرغبة في الاحتفاظ بالمرونة المالية متمثلة بالقدرة على الاقتراض Debt capacity عامل مهم بالرغم من أنه قد تم تجاهله كمحدد من محددات هيكل رأس المال. وبالتالي فإن اتباع سياسة متحفظة في الاقتراض Debt conservatism يمكن اعتباره استجابة الشركة المثلى لضمان المرونة المالية بدلاً من اعتباره سلوكاً غير عقلاني.

2-5 دراسات لها علاقة مباشرة بالدراسة الحالية:

قام (Gdala, 2009) بدراسة العلاقة بين كل من الاستثمار الحقيقي والمتوقع وبين المرونة

المالية ومكوناتها من ناحية أخرى، باستخدام أسلوب تحليل البيانات المدمجة Panel data analysis لـ 102 شركة تداول عامة في سوق وارسو للأوراق المالية Warsaw Stock Exchange خلال الفترة (2003-2008). فقد توصل إلى مجموعة من النتائج من بينها، أن هناك أدلة متضاربة، حول بناء المرونة المالية في الولايات التي تتمتع بدرجة عالية من النمو، قبل قيامها بأي استثمار حقيقي موسع. أي أن حساسية الاستثمار العالية للتدفقات النقدية مجتمعة مع إمكانية التنبؤ بتدفقات المرحلة التوسعية لدورة الأعمال التجارية Business cycle قد تخفف من الحاجة لبناء المرونة المالية.

أما دراسة (Marchica, Mura, 2010) فقد شملت جميع شركات الملكة البريطانية المتحدة 4290 شركة للفترة ما بين (1965-2008). هدفت هذه الدراسة إلى اثبات أن سياسة الرفع المالي المعتدلة الموجهة إلى الحفاظ على المرونة المالية يمكن أن تعزز قدرة الشركة على الاستثمار. توصلت الدراسة إلى أنه بعد فترة من إتباع سياسة رفع مالي منخفضة، فإن الشركات تقوم برفع نفقاتها الرأسمالية أكثر وزيادة استثماراتها بشكل غير طبيعي، فتوصلت الدراسة إلى أن هذه الاستثمارات الجديدة تمول عن طريق إصدارات جديدة للديون. وأن أثر المرونة المالية ذو دلالة إحصائية واقتصادية، علاوة على ذلك فقد أثبتت الدراسة أن الشركات التي تتمتع بمرونة مالية ليس فقط تستثمر أكثر بل وأيضا تستثمر أفضل. تتفق نتائج الدراسة مع الرأي القائل بأن المرونة المالية في شكل احتياطات غير مستغلة من الطاقة على الاقتراض هو الحلقة المفقودة الحاسمة في نظريات هيكل رأس المال.

كما اختبرت دراسة (Arslan et al., 2011)، أثر المرونة المالية على كل من استثمار وأداء 1068 شركة غير مالية ضمن الشركات التي تأثرت بشكل كبير بالأزمة الآسيوية في الفترة (1997-1998). ووجدت أن الشركات محل الدراسة، يمكن أن تحقق درجة عالية من المرونة المالية، بالاعتماد بدرجة كبيرة على سياسات التحفظ في الاقتراض، وأيضاً الاعتماد على الأرصدة النقدية الكبيرة ولكن بدرجة أقل. كما أظهر تحليل النتائج، أن الشركات التي كانت تتمتع بمرونة مالية قبل الأزمة، تكون لديها قدرة أكبر على استغلال الفرص الاستثمارية، وتعتمد بدرجة أقل على الأموال الداخلية لتمويل استثماراتها، بالإضافة إلى أن أداءها أفضل من الشركات التي لا تتمتع بمرونة مالية. كما أشارت النتائج إلى أن مؤشرات المرونة المالية على أساس الرفع المالي والنقدية تمثل عوامل أفضل للتنبؤ بأداء الشركات واستثماراتها، بدلاً من مقاييس القيود المالية التقليدية مثل حجم الشركة وعمرها وتوزيعات الأرباح وغيرها.

في حين قام (Goto and Yanase, 2013) بدراسة عينة من الشركات تتكون من جميع الشركات اليابانية المدرجة في القطاع الأول والثاني لبورصة طوكيو TSE التي تنتهي سنتها المالية في شهر مارس وتكون قيم أسهمها موجبة، واستثنى من العينة الشركات المالية والشركات ذات القيم السالبة. وذلك بهدف دراسة الخصائص المشتركة للشركات التي تقوم بتمويل الشركات التقليدية التي تمول المبالغ المقطعة داخلياً فقط (Traditional internally-funded lump sum plans)، والتي لا توفر سوى حماية ضعيفة لمزايا تقاعد الموظفين (المعاشات). وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات الصغيرة التي تملك فرص نمو أكبر وقوى عاملة شابة، تكون أقل عرضة للاعتماد على الخطط الممولة من الخارج. والشركات التي ترعى الخطط التي تعتمد على التمويل الداخلي تكون نسبة أرباحها منخفضة بالمقارنة مع الشركات الأخرى ذات الصفات المماثلة. وبالتالي فإن الشركات

الصغيرة ذات الذات فرص النمو الأعلى والقوى العاملة الشابة تكون لديها حوافز أكبر لضمان المرونة المالية من خلال توفير حماية ضعيفة فقط لمعاشات تقاعد موظفيها.

وفي نفس السياق استخدمت دراسة (Ferrando. et al., 2014)، حوالي 685000 شركة أوروبية بهدف اثبات ان المرونة المالية التي تتحقق من خلال اتباع سياسة رفع مالي معتدلة؛ تكون أكثر أهمية بالنسبة للشركات الخاصة؛ الصغيرة ومتوسطة الحجم بالإضافة إلى الشركات الناشئة، وبالنسبة للشركات في البلدان التي تتميز بانخفاض فرص الحصول على الائتمان وضعف حماية المستثمر. علاوة على ذلك، وباستخدام الأزمات الاقتصادية الاخيرة تبين أن وضع المرونة المالية يسمح للشركة بالحد من الأثر السلبي لأزمات السيولة على القرارات الاستثمارية للشركة. النتائج التي توصلت إليها الدراسة تدعم الفرضية القائلة بأن المرونة المالية ترتبط بقدرة الشركة على القيام بالاستثمار في المستقبل على الرغم من المعوقات التي تعرقل الفرص المربحة الممكنة للنمو.

أما دراسة (Lambrinoudakis. Et al, 2014)، فقد قامت باختبار متغير من متغيرات نموذج المرونة المالية المتعلق بتأثير التوقعات بشأن المخاطر الخاصة التي تواجهها الشركة في المستقبل على الرافعة المالية لمجموعة من الشركات الامريكية للفترة 1996-2012. توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أهمها أن توقعات الصدمات المستقبلية التي تواجهها المؤسسة يخفض من الرافعة المالية للشركة وهذه النتيجة ذات دلالة إحصائية حتى في حالة التحكم في المحددات التقليدية للرافعة المالية، علاوة على ذلك فهذه التوقعات لها تأثير كبير على قرارات هيكل رأس المال وبشكل خاص في الشركات الصغيرة والشركات التي تعاني أكثر من القيود المالية. وبالتالي فان النتائج التي توصلت اليها الدراسة تؤكد التنبؤات والأدلة المستمدة من نموذج DeAngelo بان المدراء الماليين يسعون الى توفير المرونة المالية في الشركة.

من جهة أخرى حاول (Bartram, 2014) في دراسته تحليل العلاقة بين المرونة المالية للشركات والاستثمار الحقيقي لعينة من 33260 شركة لأكثر من 50 دولة خلال الفترة 2002-2009. وتظهر هذه الدراسة أن المرونة المالية مهمة للاستثمار الحقيقي للشركات غير المالية في جميع أنحاء العالم. على وجه الخصوص، باستخدام مؤشر جديد للمرونة المالية فإنه يدل على أن المرونة المالية ترتبط بشكل ايجابي بالبحث والتطوير الذي يولد خيارات النمو ويؤثر سلبا على خيارات النمو، التي تمارس خيارات النمو. بالمقارنة مع الشركات الأخرى؛ تواجه الشركات التي تتمتع بالمرونة المالية نفقات رأسمالية أقل من الشركات الأخرى بنسبة 5%، كما توجه جهودها نحو البحث والتطوير بنسبة 12 % أكثر من الشركات الأخرى. وعلاوة على ذلك، تقدم الدراسة دليلا على أن الأبعاد الأخرى للسياسة المالية، مثل استحقاق الدين، الأسهم الممتازة، والديون القابلة للتحويل، الرافعة المالية وعوائد للشركات، يكون لها تأثير على الاستثمار الحقيقي للشركات، على الرغم من بعض التوقعات النظرية للدور محدود للسياسات المالية للسياسات التشغيل.

3-5 ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

بعد استعراض الدراسات السابقة التي تناولت موضوع المرونة المالية وعلاقتها بالاستثمار، تبين أن بعض هذه الدراسات قامت بتحديد العلاقة بين المرونة المالية وقرارات التمويل، فيما ركزت بعض الدراسات الأخرى على تأثير المرونة المالية على قيمة وأداء الشركات. بينما حاول البعض الآخر اختبار تأثير المرونة المالية على قرارات الاستثمار في عينة من الشركات التي تختلف من دراسة لأخرى، لكن جميع هذه الدراسات أجمعت على أهمية المرونة المالية في تحديد القرارات التمويلية والاستثمارية للشركة. وبالتالي فإن هذه الدراسة تعتمد على الدراسات السابقة وتكملها إلا أنها تتميز عنها بأن جميع الدراسات التي تناولت موضوع المرونة المالية قد أجريت في أسواق مالية

متطورة. بينما ستحاول الباحثة في هذه الدراسة تسليط الضوء على هذا الموضوع في بعض الأسواق المالية الناشئة. بالإضافة إلى ذلك ستحاول الدراسة الحالية الربط ما بين كل من المرونة المالية وقدرة الشركات على الاستثمار حتى في ظل وجود معوقات خارجية.

6 صعوبات الدراسة

تتمثل الصعوبات التي واجهتها الباحثة أثناء جمع وتحليل البيانات فيما يلي:

- تختلف السياسات المحاسبية المطبقة من شركة لأخرى، ولهذا لا تخضع لقوانين وأعراف موحدة، وبالتالي ستؤثر هذه السياسات والإجراءات على صحة النتائج وسلامتها، وهي أمور خارجة عن إرادة الباحثة، ولا تستطيع تفاديها، وبالتالي قمنا باستخدام الأرقام الواردة في الميزانيات والتقارير السنوية كما هي.
- عدم وجود مقياس محدد للمرونة المالية، وبالتالي اعتمدت الباحثة على عدة مقاييس للتعبير عن المرونة المالية للشركات محل الدراسة.

7- خطة الدراسة

قسمت هذه الدراسة إلى مقدمة واربعة فصول وخاتمة، حيث تطرقنا في المقدمة إلى الإطار العام للدراسة الذي يتضمن اشكالية الدراسة والأهمية والأهداف بالإضافة إلى عرض لفرضيات الدراسة، ثم عرض ملخص للدراسات السابقة التي تطرقت إلى هذا الموضوع، وأهم ما يميز الدراسة الحالية عن هذه الدراسات السابقة.

في حين سيتناول الفصل الأول مدخل عام للاستثمار، وبالتالي سنحاول في هذا الجزء التطرق إلى المفاهيم الأساسية حول الاستثمار في المؤسسة، والقرارات المتعلقة بالاستثمار طويل الأجل في

الاصول الثابتة والتي تعرف بالإنفاق الرأسمالي باعتبارها من أهم القرارات التي يتخذها المدير المالي. وبما أن أي قرار استثماري يرتبط بالضرورة بقرار التمويل، فسنحاول التطرق إلى كيفية اتخاذ قرارات التمويل وما تتطوي عليه من التعرف على مصادر التمويل المختلفة. وفي الأخير سيتم الحديث عن مخاطر الاستثمار باعتبارها عنصرا هاما يجب اخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ اي قرار استثمار، وبالتالي سيتم تعريفها والتفرقة بينها وبين ظروف عدم التأكد، يلي ذلك تصنيف المخاطر إلى مخاطر منتظمة وغير منتظمة، ثم مصادر كل نوع من المخاطر.

أما الفصل الثاني فسيخصص لدراسة المفاهيم الاساسية للمرونة المالية وبالتالي سنحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على المرونة المالية بالتطرق الى مفهوم المرونة المالية وظهرها في الأدبيات النظرية، ثم القاء نظرة عامة على مختلف النظريات المرتبطة بالمرونة المالية والاستثمار. بالإضافة الى علاقة المرونة المالية بهيكل رأس المال، وفي الأخير سيتم الحديث عن قدرة الشركات على الاستثمار بالتطرق الى العلاقة بين التدفق النقدي، الاستثمار وسياسة الدفع بالإضافة الى الأموال الداخلية واحتياجات التمويل قصير الأجل.

أما الفصل الثالث فيستند إلى ما أفرزه الإطار النظري للدراسة ومجموعة الدراسات والأبحاث المرجعية السابقة التي تم الاطلاع عليها من نتائج نظرية، تؤكد على أهمية المرونة المالية وطبيعة العلاقة بينها وبين قدرة الشركة على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، وقد أسهمت هذه النتائج في صياغة الطريقة المناسبة لرسم الأسلوب المنهجي الذي يمكن اعتماده في البناء الهيكلي للدراسة. وبالتالي سيتم في هذا الفصل استعراض نموذج الدراسة وقياس المتغيرات وبيان المجتمع وعينته، والأساليب التي تم من خلالها جمع البيانات وتحليلها.

اما الفصل الرابع فسيعرض تحليل البيانات ومناقشة النتائج، وستقوم الباحثة في هذا الفصل بعرض نتائج تقدير معادلات النموذج، بالإضافة إلى ذلك سيعرض هذا الفصل نتائج التحليل الوصفي وكذلك تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة.

وأخيرا الخاتمة سنتناول فيها النتائج التي تم التوصل إليها باستخدام نموذج الدراسة، وبناء على هذه النتائج تقترح الباحثة بعضا من التوصيات التي ترى أنها قد تكون مفيدة للدراسات المستقبلية.

الفصل الاول

مدخل عام للاستثمار

تمهيد

حتى يتمكن المدير المالي من الوصول الى هدف المؤسسة؛ أي تعظيم قيمة المؤسسة، ينبغي عليه القيام بوظيفتين أساسيتين هما؛ تحديد حجم الاستثمارات في اصول المؤسسة، والتعرف على مصادر التمويل وتحديد المزيج المناسب من هذه المصادر وذلك بالأسلوب الذي يساهم في تحقيق الهدف الرئيسي، فضلا عن قيامه بالوظائف التقليدية من تحليل مالي وتخطيط ورقابة. وبالتالي سيتناول هذا الجزء المفاهيم الأساسية حول الاستثمار في المؤسسة، والقرارات المتعلقة بالاستثمار طويل الأجل في الاصول الثابتة والتي تعرف بالإنفاق الرأسمالي باعتبارها من أهم القرارات التي يتخذها المدير المالي. وبما أن أي قرار استثماري يرتبط بالضرورة بقرار التمويل، فسنحاول التطرق إلى كيفية اتخاذ قرارات التمويل وما تتطوي عليه من التعرف على مصادر التمويل المختلفة.

وفي الأخير سيتم الحديث عن مخاطر الاستثمار باعتبارها عنصرا هاما يجب اخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ اي قرار استثمار، وبالتالي سيتم تعريفها والتفرقة بينها وبين ظروف عدم التأكد، يلي ذلك تصنيف المخاطر إلى مخاطر منتظمة وغير منتظمة، ثم مصادر كل نوع من المخاطر.

المبحث الأول: مفهوم الاستثمار

يستمد الاستثمار Investment أصوله كمفهوم من علم الاقتصاد، وهو على صلة وثيقة بمجموعة أخرى من المفاهيم الاقتصادية من بينها الادخار والتمويل. ومن الصعب فهم الاستثمار ما لم تحلل العلاقة التي تربطه بهذه المفاهيم الاقتصادية¹.

من المعروف ان الاستثمار يبدأ عند قيام أحد الأفراد او المؤسسات أو الأشخاص الحقيقيين أو المعنويين بأنفاق جزء من الدخل على الاستهلاك واحتجاز الجزء الاخر من الدخل، وهكذا تتراكم مدخرات هؤلاء كي تشكل مصدر تمويل مناسب لدى أحد البنوك أو المؤسسات المالية أو منظمات الأعمال المختلفة. وعندما يحصل المستثمر على هذه الأموال من مصادر التمويل المختلفة، تبرز العلاقة بين المستثمر الذي يقترض هذه الأموال لكي يقوم بتمويل استثماره وبين المدخر والممول من خلال شراء الاحتياجات اللازمة وسداد قيمتها ووضع المستحقات الأخرى المختلفة والناجمة عن النشاط الاستثماري. ويمكن تلخيص العلاقة بين الاستثمار والدخل والتمويل من خلال أن تحقيق الاستثمار يتطلب الانفاق الاستثماري الذي يمول من خلال المدخرات².

1-1 تعريف الاستثمار

الاستثمار في أبسط معانيه عبارة عن اقتناء أصل معين بهدف تحقيق أقصى عائد في المستقبل، أي تكوين رأس المال العيني الجديد الذي يتمثل في زيادة الطاقة الانتاجية. أو هو عبارة عن الزيادة الصافية في رأس المال الحقيقي للمجتمع³. وتبعاً لهذا التعريف فإن أهم عناصر الاستثمار

¹ مطر، محمد. 2015. إدارة الاستثمارات – الإطار النظري والتطبيقات. دار وائل للنشر والتوزيع. الطبعة سابعة. عمان. الأردن. ص: 15

² شموط، مروان. كنجو، كنجو عبود. 2008. أسس الاستثمار. الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات. القاهرة. ص: 24

³ الشراح، رمضان. 2005. الاستثمار: النظرية والتطبيق. ذات السلاسل للنشر والتوزيع. الطبعة الاولى. الكويت. ص: 14

هي (الأرض، المباني، الآلات، وسائل النقل... الخ) وتسمى هذه العناصر السلع الانتاجية؛ أي السلع التي لا تشبع أغراض الاستهلاك وانما تساهم في انتاج غيرها من السلع والخدمات، كما تسمى أحيانا السلع الرأسمالية؛ أي السلع التي تتمثل في رأس المال الحقيقي أو رأس المال العيني الثابت الذي لا يمكن الاستغناء عنه في أي عملية انتاجية.

كما يعرف الاستثمار بأنه عبارة عن الأصول الرأسمالية المضافة حديثا سواء الأصول الجديدة أو تجديد ما هو موجود منها، أما الأصول الرأسمالية الموجودة أي اضافة في ثروة المجتمع أو الى طاقته الانتاجية حتى ولو قام البعض بانفاق استثماري عليها، فهذا الاستثمار وان اعتبر استثمارا للفرد، إلا أنه لا يعني شيئا بالنسبة للمجتمع¹

والاستثمار في تعريف آخر هو الالتزام الحالي للأموال أو الموارد الأخرى في توقع لجني فوائد مستقبلية. فعلى سبيل المثال، الشخص الذي يشتري أسهم في مؤسسة معينة يتوقع أن تكون العائدات المستقبلية مبررا لكل من الوقت الذي بقيت فيه أمواله مقيدة وكذلك مخاطر الاستثمار. أي أن الاستثمار هو التضحية بشيء ذو قيمة معينة الآن، في توقع الاستفاداة من هذه التضحية لاحقا².

لكن من وجهة نظر عامة لا يكفي مجرد توفير فوائض نقدية من دخول الأفراد او المنشآت المؤسسات لكي تنشط حركة الاستثمار، بل لابد ايضا من توفر مجموعة أخرى من العوامل التي تخلق الدافع لدى من لديهم هذه الفوائض لتحويلها الى استثمارات، وهذا يتطلب ما يلي³:

¹ المغربي، ابراهيم متولى الحسن. 2011. دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي من منظور الاقتصاد الاسلامي والانظمة الاقتصادية المعاصرة. دار الفكر الجامعي. الطبعة الأولى. الاسكندرية. مصر. ص 26

² Bodie, Zvi. Kane, Alex. Marcus, Alan J. 2009. Investments. McGraw-Hill international edition. eighth edition. USA. P: 01

³ مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 20

- 1- توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى المواطنين لأنه بوجود مثل هذا الوعي، يتولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرّون المزايا الكثيرة المترتبة على توظيف مدخراتهم في شراء أصول منتجة وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق بنكنوت تتناقص قيمتها الشرائية مع الزمن بفعل عوامل التضخم. كما أن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل وبحثهم على قبول قدر معقول من مخاطرة الاعمال سعياً وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم.
- 2- توفر المناخ القانوني والاجتماعي والسياسي المناسب للاستثمار، وذلك لتوفير حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين على تقبل المخاطرة المصاحبة للاستثمار. ولعل من أبرز مظاهر هذا المناخ وجود قوانين مقننة تحمي حقوق المستثمرين وتنظيم المعاملات في الأسواق بالإضافة الى جو من الاستقرار الاقتصادي والسياسي والاجتماعي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين ويخلق لديهم دوافع الادخار والاستثمار.
- 3- وجود سوق مالي كفاء وفعال يوفر المكان والزمان المناسبين للجمع بين رغبة المدخرين في استثمار أموالهم، ورغبة المقترضين في الحصول على هذه الأموال. سوق يوفر للمستثمرين تشكيلة متنوعة من فرص الاستثمار تهيئ لكل منهم اختيار المجال المناسب من حيث الأداة، والتكلفة والعائد والمخاطرة. ويكتسب السوق المالي سمة الكفاءة بتوفر مجموعة من الشروط أهمها، العمق، والاتساع والديناميكية وسرعة الاستجابة للأحداث والمعلومات.
- 4- توفير البيئة الاستثمارية المناسبة كالقوانين والتشريعات وذلك بالإضافة الى مناخ سياسي مستقر وآمن يوفر للاستثمارات عنصر الحماية والامان.

وانطلاقاً من هذه العطيات يعرف¹ الاستثمار على انه التخلي عن اموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم وذلك مع توفير عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة المتمثل باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات.

انطلاقاً من التعاريف السابقة يمكن أن نلخص لأهمية الاستثمار في النقاط الآتية²:

- زيادة الدخل القومي.
- خلق فرص عمل.
- دعم عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- زيادة الانتاج ودعم الميزان التجاري وميزان المدفوعات.

2-1 أنواع الاستثمار

يمكن التفرقة بين عدة أنواع من الاستثمار هي³:

أولاً: استثمار خاص واستثمار عام:

المقصود بالاستثمار الخاص هو الاستثمار الذي يقوم به الافراد أو القطاع الخاص وهي المشاريع التي تؤول ملكيتها إلى القطاع الخاص، أما بالنسبة للاستثمار العام فهو الاستثمار الذي تقوم به الدولة من انشاء المشروعات المختلفة، وهناك أيضاً الاستثمار المختلط وهي المشروعات التي يشترك في تكوينها ورأسمالها القطاع الخاص والقطاع العام، هذا وتجدر الإشارة في هذا الصدد

¹ مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 20-23،

² الكايد، محمد أحمد. 2010. الادارة المالية الدولية والعالمية التحليل المالي والاقتصادي. دار كنوز المعرفة. الطبعة الأولى. عمان الأردن.

ص 178.

³ الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 16-17

الى أن أهداف الاستثمار في القطاع الخاص تختلف عنها في الاستثمار العام، حيث يهدف استثمار القطاع الخاص بصفة رئيسية على تعظيم الربح، بينما يهدف استثمار القطاع العام إلى تعظيم العائد الاجتماعي حيث أن معظم مشروعات الدولة تهدف إلى خدمة المجتمع مثل انشاء المستشفيات والمدارس وخدمات البنية التحتية... الخ.

ثانيا: استثمار طبيعي واستثمار بشري

الاستثمار الطبيعي هو الاستثمار في المشروعات المختلفة مثل انشاء المصانع وشراء العتاد والآلات اللازمة للإنتاج أما الاستثمار البشري فهو الاستثمار الخاص برفع الكفاءة الانتاجية للموارد البشرية التي تملكها الدولة مثل انشاء المدارس والجامعات ومعاهد التدريب وكذلك انشاء المستشفيات، وقد يعتقد البعض أن الانفاق على التعليم ومراكز التدريب والصحة انفاق استهلاكي ولكنه في واقع الامر يعتبر انفاقا استثماريا حيث أن الانفاق على التعليم والصحة يؤدي إلى مزيد من الثقافة والمعرفة وزيادة مستوى صحة الأفراد مما يمكنهم من أداء عملهم بكفاءة أكبر ويطلق على ذلك الكفاءة الانتاجية التي تؤدي بالتالي إلى زيادة كمية الانتاج من ناحية وتحسين مستوى جودته من ناحية أخرى.

ثالثا: استثمار وطني واستثمار أجنبي

إذا كانت الأموال يتم توجيهها لتكوين رأسمال حقيقي جديد داخل الدولة، يكون هذا استثمار وطني، أما اذا استخدمت هذه الأموال الوطنية في تكوين رأسمال حقيقي خارج الدولة أي في دولة أجنبية، يكون هذا استثمار أجنبي.

كما يمكن تقسيم الاستثمار من حيث عنصر الزمن إلى:

أ- استثمارات قصيرة الأجل:

يقصد بذلك استثمار أو توظيف قدر معين من السيولة النقدية المتوفرة بدلا من تركها عاطلة، كما في حالة شراء أوراق مالية على سبيل المثال. ويتمثل الهدف الأساسي للاستثمار في أوراق مالية قصيرة الأجل في عدم ترك سيولة نقدية عاطلة، وانما يتم استثمارها في بعض الأوراق المالية بما يحقق بعض الفوائد للمؤسسة، ثم يتم التصرف فيها لخلق سيولة نقدية عندما تكون هناك حاجة لذلك. ومن سمات هذا النوع من الاستثمار ما يلي¹:

- توفر سوق للتداول بسهولة وبسرعة.
- الهدف من حيازتها أنه يمكن تحويلها إلى نقدية عند الحاجة بفرض وجود سوق للتداول وبسهولة وبسرعة حتى يمكن تحقيق الغرض وهو تحويلها إلى نقدية عند الحاجة حيث يصعب تحقيق هذا الهدف ما لم يكن هناك سوق للتداول.

ويمكن تقسيم هذا النوع من الاستثمارات إلى ما يلي:

- أ. أوراق قصيرة الأجل كشهادات الودائع.
- ب. أوراق مالية (إصدارات) مثل الاستثمار عن طريق شراء سندات مصدرة من قبل الغير مثل السندات التي تصدرها الشركات المساهمة أو السندات الحكومية.
- ج. أوراق مالية تمثل حقوقا للملكية في شركات أخرى مثل شراء أسهم عادية أو ممتازة.

¹ الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 18

ب- استثمارات متوسطة الأجل:

تكون مدة التوظيف في هذا النوع من الاستثمارات أطول من النوع السابق؛ حيث قد تصل إلى خمس سنوات، ومثالها أن يقوم شخص ما بإيداع مبلغ من المال في المصرف لمدة خمس سنوات، أو ان يقوم بشراء أوراق مالية لمدة لا تزيد عن خمس سنوات أو استئجار أصل ما وتشغيله ضمن المدة المذكورة¹.

ج- استثمارات طويلة الأجل:

يقصد بها استثمار أو توظيف قدر معين من السيولة النقدية المتوفرة في أوراق مالية طويلة الأجل، ويتمثل الهدف الأساسي لتلك الاستثمارات هو الاحتفاظ بها لفترة طويلة نسبياً، ويعتمد طول الفترة على الغرض من الاستثمار، كما أن هناك عدة أنواع من الاستثمارات في الأوراق المالية والتي يمكن أن تبوب ضمن الأصول طويلة الأجل مثل الاستثمار في الأسهم والسندات².

3-1 أهداف الاستثمار

يحتل الاستثمار أهمية كبرى في عملية النمو الاقتصادي، حيث إن التراكم الراسمالي والتقدم في فنون الانتاج من أهم العوامل لتحقيق التقدم الاقتصادي، وعلى العكس فان انخفاض حجم الاستثمار يؤدي الى انخفاض الناتج القومي الاجمالي، الأمر الذي يترتب عليه تعثر جهود التنمية³. الاستثمار الذي يتم من قبل الفرد يتم بهدف تحقيق أقصى عائد منه في المستقبل. فعلى المستوى الشخصي نجد أنه إذا كان أحد الأفراد يمتلك مبلغاً من المال ويريد استثماره فإنه قد يقوم بشراء عدداً

¹ شموط، مروان. كنجو، كنجو عبود. مرجع سابق. ص: 18.

² الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 19

³ المغربي، ابراهيم متولى الحسن. مرجع سابق. ص 29

من الأسهم أو يقيم مشروعا تجاريا أو صناعيا أو يقيم مبنى سكنيا لتأجيره للغير وذلك كله بهدف الحصول على عائد في المستقبل. وعلى مستوى المؤسسة نجد أن الاستثمار يمثل تيارا من الانفاق على الأصول المختلفة - مثل الآلات والمواد الخام والسلع الوسيطة - من أجل تحقيق عائد معين في المستقبل. أما على المستوى القومي (الدولة) فإن الاستثمار يتمثل في كافة أوجه الانفاق التي تستهدف زيادة الطاقة الانتاجية للدولة أو تحسين مستوى المعيشة للمواطنين. وفي هذه الحالة الأخيرة نجد أن الاستثمار له أكثر من هدف¹:

- هدف اقتصادي يتمثل في تحقيق عائد مادي للمجتمع، كما هو الحال في الانفاق على زيادة الطاقة الانتاجية للدولة.

- هدف اجتماعي يتمثل في تحقيق رفاهية المواطن مثل الانفاق على التعليم والصحة ووسائل الاتصال والطرق... الخ.

ويتضح مما سبق أن الهدف الأساسي للاستثمار هو تحقيق أقصى عائد ممكن من الأموال المستثمرة في المستقبل. ويتضمن هذا الهدف الأساسي مجموعة من الأهداف الفرعية التي قد تختلف باختلاف المستثمر، وأيضا قد تختلف لدى المستثمر نفسه باختلاف الأوقات والظروف التي يمر بها، ومن تلك الأهداف الفرعية:

- تحقيق أقصى نمو ممكن لرأس مال المستثمر في الأجل الطويل، وذلك بالتركيز على المكاسب الرأسمالية الناتجة عن زيادة أو ارتفاع قيمة الاستثمار خلال فترة طويلة نسبيا.

¹ الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 19

• تحقيق أقصى عائد جاري؛ فالمستثمر يهتم بالاستثمارات التي تحقق له أقصر عائد جاري، وتحقيق هذا الهدف يناسب المستثمر الذي يعتمد على الدخل الذي تولده الاستثمارات في تمويل نفقاته الجارية.

• تحقيق عائد جاري متوسط مع تحقيق زيادة معقولة في قيمة الاستثمارات؛ ويهتم هذا الهدف بمراعاة تحقيق التوازن بين العائد الجاري المتولد من الاستثمارات، والمكاسب الرأسمالية الناتجة عن زيادة او ارتفاع قيمة الاستثمارات التي يمكن الحصول عليها.

• تحقيق الحماية لمصادر الدخل الأخرى من الضرائب المرتفعة التي يخضع لها المستثمر، وذلك عن طريق استثمار بعض الأموال في الاستثمارات التي تحقق للمستثمر بعض المزايا الضريبية مثل شراء أصول عقارية.

ومما هو جدير بالإشارة أن المستثمر يحدد الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها من وراء الاستثمارات في ضوء اعتبارات عديدة منها ما يلي:

- درجة السيولة المناسبة للمستثمر والتي يرغب في توفرها في استثماراته.
- درجة تحمله لعنصر المخاطرة التي قد يتعرض لها.
- درجة قابلية الاستثمارات للبيع وفقا لرغبة المستثمر.
- درجة جودة المعلومات والخدمات الاستشارية المتاحة للمستثمر والتي تساعد بدرجة فعالة في ادارة وتوجيه استثماراته.
- مدى تنوع مصادر دخل المستثمر والموقف الضريبي له ودرجة تعرضه لشرائح ضريبية مرتفعة.

المبحث الثاني: سياسات الاستثمار وأدواته

سنحاول في هذا المبحث تسليط الضوء على سياسات الاستثمار المختلفة التي يتبعها المستثمرون، بالإضافة إلى أدوات الاستثمار المتاحة للمستثمر في المجالات الاستثمارية المختلفة.

2-1 سياسات الاستثمار

تتعدد أنواع الاستثمارات نتيجة لتعدد سياسات الاستثمار التي يتبعها المستثمر، وبصفة عامة توجد سياستين للاستثمار¹:

1- سياسة الاستثمار المغامرة أو الهجومية؛ في هذه السياسة يهدف المستثمر إلى تحقيق أقصى عائد ممكن وبالتالي فإن لديه استعداد لتحمل مخاطر استثمار كبيرة.

2- سياسة الاستثمار المتحفظة أو الدفاعية؛ في هذه السياسة يهدف المستثمر إلى تخفيض مخاطر الاستثمار إلى أدنى حد ممكن وبالتالي فإن لديه استعداد لتحقيق أرباح منخفضة نسبياً.

وتؤثر سياسات الاستثمار هذه على كل من نوعية الأوراق المالية المشتراة، ودرجة تكرار عمليات الشراء أو البيع للاستثمارات، وسلوك واتجاهات المستثمر تجاه تنويع الاستثمارات، وتجاه توقيت عمليات الاستثمار، وتجاه المتاجرة على الملكية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي² :

¹ الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 21

² نفس المرجع. ص: 22

أ- أثر سياسات الاستثمار على نوعية الأوراق المالية المشتراة:

عادة ما يكون لدى المستثمر المغامر استعداد لشراء الأوراق المالية التي تتميز بارتفاع درجة مخاطرة عدم السداد، عكس المستثمر المتحفظ الذي لا يكون لديه استعداد لتحمل المخاطرة.

ب- أثر سياسات الاستثمار على درجة تكرار عمليات الشراء والبيع للاستثمارات:

عادة ما يكون لدى المستثمر المغامر استعداد وميل لتزايد تكرار عمليات الشراء والبيع للاستثمارات، عكس الحال بالنسبة للمستثمر المتحفظ الذي يميل للاحتفاظ بما يشتريه.

ج- أثر سياسات الاستثمار على سلوك واتجاهات المستثمر تجاه تنوع الاستثمارات:

عادة ما يميل المستثمر المغامر إلى تركيز استثماراته في عدد محدود من الأوراق المالية بهدف تحقيق أقصى عائد ممكن منها، وبالتالي فإنه لا يهتم بتنوع الاستثمارات، عكس الحال بالنسبة للمستثمر المتحفظ الذي يميل إلى تنوع استثماراته بقدر الامكان.

د- أثر سياسات الاستثمار على سلوك واتجاهات المستثمر تجاه توقيت عمليات الاستثمار:

عادة ما يميل المستثمر المغامر إلى دراسة وتحليل بيانات سوق الأوراق المالية ومحاولة الاستفادة من تلك الدراسة والتحليل في تحديد توقيت عمليات الشراء والبيع لاستثماراته. عكس الحال بالنسبة للمستثمر المتحفظ الذي يميل للاحتفاظ بما يشتريه.

هـ- أثر سياسات الاستثمار على سلوك واتجاهات المستثمر تجاه المتاجرة على الملكية:

يميل المستثمر المغامر إلى الاقتراض لتمويل شراء استثماراته، وذلك بهدف الاستفادة من تأثيرات الرافعة المالية في تعظيم العائد من تلك الاستثمارات وبالتالي أرباحه، عكس الحال بالنسبة للمستثمر المتحفظ الذي لا يميل إلى الاقتراض لتمويل شراء استثماراته.

2-2 أدوات الاستثمار

أدوات الاستثمار المتاحة للمستثمر في المجالات الاستثمارية المختلفة هي من الكثرة لدرجة تجعل من الصعب عرضها جميعاً، لذا سنكتفي بعرض أكثرها أهمية وهي على الترتيب؛ الأوراق المالية، العقار، السلع، والمشروعات الاقتصادية، والعملات الأجنبية، والمعادن وصناديق الاستثمار¹:

أولاً: الأوراق المالية:

تعتبر الأوراق المالية من أبرز أدوات الاستثمار في عصرنا الحالي، وذلك لما توفره من مزايا للمستثمر لا تتوفر في أدوات الاستثمار الأخرى، وتختلف الأوراق المالية فيما بينها من حيث الحقوق التي ترتبها لحاملها (أدوات ملكية مثل الأسهم، وأدوات دين مثل السندات وشهادات الإيداع). ومن حيث الدخل المتوقع منها، فهناك أوراق مالية متغيرة الدخل كالسهم الذي يتغير نصيبه من توزيعات الأرباح من سنة لأخرى، ومنها ما هو ثابت كالسند الذي يتحدد كوبونه بنسبة ثابتة من قيمته الاسمية. كما تختلف الأوراق المالية من درجة الأمان التي يتوفر لحاملها. فالسهم الممتاز مثلاً يوفر لحامله أماناً أكثر من السهم العادي، ولكن أياً منهما أقل أماناً من السند المضمون بعقار لأن الأخير يوفر لحامله حق حيازة الأصل الحقيقي الذي يضمن السند في حالة التوقف عن الدفع.

¹ مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 80.

ثانيا: العقار

تحتل المتاجرة بالعقارات المركز الثاني للأوراق المالية في عالم الاستثمار ويتم الاستثمار فيها بشكلين؛ إما بشكل مباشر عندما يقوم المستثمر بشراء عقار حقيقي (مباني أو أراضي)، أو بشكل غير مباشر عندما يقوم بشراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري مثلا، أو بالمشاركة في محفظة مالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية. وتصدر هذه المؤسسات أوراقا مالية غالبا ما تكون سندات تحصل بواسطتها على أموال تستخدمها فيما بعد مباني أو شراء العقارات.

ثالثا: السلع

تتمتع بعض السلع بمزايا اقتصادية خاصة تجعلها صالحة للاستثمار لدرجة أن أسواقا متخصصة (بورصات) قد تكونت للبعض منها على غرار بورصات الأوراق المالية، مثل بورصة القطن في مصر أو نيويورك، بورصة للذهب في لندن، وبورصة للبن في البرازيل.. الخ. ويتم التعامل بين المستثمرين في سوق السلع عن طريق عقود خاصة تعرف باسم العقود المستقبلية Future Contract. عموما حتى يتوفر لسلعة معينة سوق متخصصة لا بد من توفر حد أدنى من الشروط نلخصها فيما يلي:

- أن تكون السلع متجانسة.
- أن تكون قابلة للترتيب والتصنيف في درجات أو أصناف حسب جودتها.
- أن تسود سوق السلعة منافسة كاملة تحد من نشوء الاحتكار، وهذا يتطلب وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين.

– أن يتم التعامل بالسلعة في صورتها الأولية (الخام)، أو نصف المصنعة فيما عدا بعض الحالات الاستثنائية كسبائك الذهب والفضة، والسكر، والنفط.

رابعاً: المشروعات الاقتصادية

تعتبر المشروعات الاقتصادية من أكثر أدوات الاستثمار انتشاراً، وتتنوع أنشطتها ما بين صناعي وتجاري وزراعي.. الخ والمشروع الاقتصادي من أدوات الاستثمار الحقيقية لأنه يقوم على أصول حقيقية كالمباني والآلات المعدات، كما أن تشغيل هذه الأصول معا يؤدي على إنتاج قيمة مضافة تزيد من ثروة الملاك وتتعاكس في شكل زيادة على الناتج القومي.

خامساً: العملات الأجنبية

تحوز أسواق العملات الأجنبية على اهتمام قسم كبير من المستثمرين في عصرنا الحاضر حيث تنتشر هذه الأسواق في شتى أنحاء العالم. ويتميز سوق العملات الأجنبية عن غيره من الأسواق المالية بحساسيته المفرطة للظروف السياسية والاقتصادية مما يزيد من درجة مخاطر الاستثمار فيه. بالإضافة الى انه سوق يفتقر إلى الإطار المادي الذي يتوفر لسوق الأوراق المالية بل يتم التعامل فيه بواسطة ادوات الاتصال الحديثة.

سادساً: المعادن النفيسة

يعتبر الاستثمار في المعادن النفيسة مثل الذهب والفضة والبلاتين وغيره مجالاً للاستثمارات الحقيقية. وتتواجد للمعادن النفيسة كما للأوراق المالية اسواقاً منتظمة، ويتخذ الاستثمار في المعادن النفيسة عامة والذهب منها على وجه الخصوص صوراً متعددة منها:

– الشراء والبيع المباشر.

- ودائع الذهب التي تودع في البنوك ولكن بفوائد منخفضة نسبيا.
- المقايضة او المبادلة بالذهب على نمط ما يحدث في سوق العملات لأجنبية.

سابعا: صناديق الاستثمار

صندوق الاستثمار هو أشبه ما يكون بوعاء ذو عمر محدد تكونه مؤسسة مالية متخصصة وذات دراية وخبرة في مجال ادارة الاستثمارات، وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد ومن ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمساهمين فيها عائدا مجزيا وضمن مستويات معقولة من المخاطرة عن طريق الاستفادة من مزايا التنوع.

المبحث الثالث: الاستثمار والتمويل

مما هو جدير بالإشارة أن مفهوم التمويل قد تطور في السنوات الأخيرة وذلك بهدف محاولة التغلب على التحديات المتزايدة التي تواجه منشآت الأعمال، ومنها زيادة حدة المنافسة، وزيادة معدلات التضخم، وزيادة التدخل الحكومي المباشر وغير المباشر في مختلف أوجه النشاط الاقتصادي، والتطور التكنولوجي بمعدلات كبيرة، وتزايد المسؤولية الاجتماعية لتلك المنشآت وبالتالي فان النمو الاقتصادي في الدولة، بل وبقاء المؤسسة في حد ذاتها في ميدان الأعمال يتوقفان بدرجة كبيرة على كفاءة الوظيفة المالية وقدرتها على مواجهة تلك التحديات. ونوضح فيما يلي مفهوم التمويل وعلاقته بالاستثمار وبيان مختصر لتطور الفكر المالي.

3-1 العلاقة بين الاستثمار والتمويل

ونوضح فيما يلي مفهوم التمويل وعلاقته بالاستثمار وبيان مختصر لتطور الفكر المالي:

أولاً: مفهوم التمويل

يعرف التمويل بأنه يتكون من مجموعة من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال والحكومات. ويهتم التمويل بكيفية توزيع الأفراد لدخولهم فيما بين الاستهلاك والاستثمار، وكذلك بكيفية اختيارهم لفرصة استثمارية من بين الفرص الاستثمارية المتاحة أمامهم. وكذلك بكيفية حصولهم على الأموال اللازمة لزيادة استهلاكهم واستثمارهم¹.

وفيما يتعلق بمنشآت الأعمال، يلاحظ أن المشاكل المالية الرئيسية المتعلقة بها تتمثل في تخصيص الموارد المالية بين النفقات المختلفة اللازمة لتمويل الزيادة في الاستثمارات. وعلى الشركة أن تحدد أي الاستثمارات يكون مناسباً مع قدراتها المختلفة وتحقق لها أهدافها وكيف يتم تمويل هذه الاستثمارات، ولا شك أن إدارة مؤسسات الأعمال تهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين مثلما يهدف المستثمر الفردي إلى تعظيم رفاهيته.

ويتضمن التمويل أيضاً تغطية دراسة الأسواق المالية، والمؤسسات والهيئات المالية والأنشطة المالية الحكومية المختلفة، مع التركيز بشكل خاص على النواحي المتعلقة بالقرارات المالية سواء بالنسبة لمؤسسات الأعمال أو الأفراد أن يتعرفوا جيداً على الفرص الاستثمارية المتاحة، وكذلك القيود التي تفرضها البيئة المحيطة.

ويتضح مما سبق أنه توجد علاقة مترابطة بين التمويل والاستثمار وهما يمثلان وجهان لعملة واحدة، حيث أن المؤسسة يمكنها أن تحصل على التمويل من مصادر مختلفة ويجب عليها الحصول على

¹ الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 23

أفضل مصادر التمويل التي تناسب الاحتياجات المتوقعة لها، وبعد ذلك يجب عليها استخدام أو استثمار تلك الأموال بحكمة، وذلك لمحاولة الحصول على أقصى عائد ممكن من هذه الأموال التي تستثمر في الأصول المختلفة التي تمتلكها المنشأة، حيث أنه من الضروري أن تتمكن المؤسسة من الحصول على أموالها المستثمرة في تلك الأصول، حيث انها تحتاج إلى تلك الأموال لسداد ما عليها من التزامات ويطلق على هذه العملية ادارة الأصول¹.

ثانياً: تطور الفكر المالي

يوجد تساؤل لدى الكثيرين عن علم الاستثمار وأين يصنف بين العلوم الاجتماعية؟ وللإجابة عن ذلك يجب أن نشير إلى قضية الترابط الوثيق بين العلوم التجارية والاقتصادية بصفة عامة. فمثلاً منذ بداية القرن الماضي وحتى منتصفه كانت أغلب الموارد الطبيعية غير مستغلة، وبالتالي كان هناك عدداً كبيراً من مجال الاستثمار التي تحقق عوائد كبيرة إلا أن المشكلة كانت في عدم توفر الأموال اللازمة لاستغلال هذه الاستثمارات. ولذلك ظهر علم التمويل الذي يركز على كيفية الحصول على الأموال. ومنذ عام 1950 وحتى عام 1970 تقريباً حدث تطور تكنولوجي كبير أدى إلى استغلال أغلب الاستثمارات المتاحة التي تحقق عوائد كبيرة، كما أدى إلى حدوث فائض كبير في الأموال، إلا أن مشكلة أخرى ظهرت وهي عدم توفر فرص الاستثمار اللازمة لاستثمار الأموال المتاحة، ولذلك ظهر علم الاستثمار الذي يركز على الكفاءة في استغلال الأموال.

إن فلسفة الفكر المالي المعاصر تقوم على اتخاذ القرارات التي تؤدي إلى تحقيق هدف المشروع. وتتمثل هذه القرارات في نوعين هما قرارات الاستثمار، وقرارات التمويل كما يلي²:

¹ الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 24

² نفس المرجع. ص: 26

ا- قرارات الاستثمار:

وهي تركز على إقرار نوع وحجم الأصول التي يجب أن يمتلكها المشروع سواء كانت أصولاً ثابتة (أراضي، مباني، معدات، آلات، وسائل نقل،..) أم أصولاً متداولة (نقدية، أوراق قبض، أوراق مالية، مدنين، مخزون سلعي). أي أن عملية اتخاذ قرارات الاستثمار تشير إلى القرارات الخاصة باختيار الأوراق المالية المختلفة وكمية الأموال المستثمرة في كل منها وتوقيت الاستثمار¹.

ب- قرارات التمويل:

وهي تركز على إقرار نوع وحجم الأموال الواجب استخدامها في تمويل الأصول سواء كانت أموالاً طويلة الأجل (قروض طويلة الأجل، رأس المال، احتياطات، الفائض المرحل)، أو قصيرة الأجل (الائتمان التجاري، الائتمان المصرفي).

2-3 مصادر تمويل الاستثمار

بعد تقدير احتياجات المشروع من الأموال تقديراً سليماً، يقوم المحللون الماليون بتحديد مصادر التمويل المناسبة التي سوف يتم الحصول منها على الأموال المطلوبة. وهناك مصدرين أساسيين للتمويل:

أولاً- المصادر الداخلية للتمويل:

ويتمثل في رأس المال والقروض.

الحناوي، محمد. مصطفى، نهال فريد. 2006. مبادئ واساسيات الاستثمار. دار المكتب الجامعي الحديث. الأردن. ص 20¹.

1- رأس المال:

وهو المساهمات المالية التي يدفعها أصحاب المشروع، وقد تم تغطية رأس المال عن طريق الأسهم. والسهم عبارة عن صك يثبت أن لشخص معين أو جهة معينة حصة في رأسمال شركة معينة وهي الشركة التي باعت الأسهم في السوق عند التأسيس أو التوسع¹ ويمكن التمييز بين عدة انواع وهي الأسهم العادية والممتازة والأوراق المالية غير التقليدية.

الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية مصالح المالكين في الشركة، كما أنها تعد الأساس لهدف الشركة بتعظيم قيمتها في سوق الأوراق المالية². ومن أهم مزايا إصدار الأسهم العادية، أنه لا يمثل التزاما على الشركة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح يكون بعد أن تحقق الشركة الأرباح، كما أن التمويل باستخدام إصدارات الأسهم يعتبر توسيعا لحقوق الملكية، وهذا يخفض من خطر الرافعة المالية ويعزز من القدرة الائتمانية للشركة³. وتحقق الأسهم العادية متوسط عائد أعلى من من عائد السندات، إلا أن الحصول على عوائد مرتفعة يتضمن في نفس الوقت التعرض لمخاطر مرتفعة⁴.

وتنقسم الأسهم العادية إلى عدة أنواع هي⁵ :

- **أسهم مرتفعة الجودة؛** وهي أسهم الشركات الكبيرة التي توزع أرباحها بمعدل ثابت بغض النظر عن الأحوال الاقتصادية السائدة.

¹ الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 57

² النعيمي، عدنان تايه. والخرشة، ياسين كاسب. 2007. أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان. ص: 139.

³ خصاونة، محمد قاسم. 2011. أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان. ص: 21.

⁴ الحناوي، محمد. مصطفى، نهال فريد. مرجع سابق. ص 20.

⁵ الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 58

• **أسهم النمو؛** وهي أسهم الشركات التي تزداد مبيعاتها وأرباحها بمعدل أكبر من معدلات النمو الاقتصادي العام.

• **أسهم الدخل؛** وهي الأسهم التي تحقق عائد جاري كبير نسبياً.

• **أسهم دفاعية؛** يتوفر فيها عنصر الأمان والاستقرار مثل أسهم شركات الكهرباء والمياه.

• **أسهم مرتبطة بدورة الأعمال؛** تزيد أرباحها وأسعارها في فترة الرواج وتقل في فترة الكساد.

الأسهم الممتازة:

تعد الأسهم الممتازة شكلاً من أشكال التمويل الخارجي طويل الأجل، وتعتبر ذات طبيعة هجينة تجمع بين صفات التمويل المقترض والتمويل الممتلك، فالسهم الممتاز يماثل أدوات المديونية، لأن نصيبه من الأرباح محددًا بنسبة من قيمته الإسمية، فضلاً عن أنه في حالة التصفية يحق لحامله المطالبة بنصيبه من الأرباح. ومن ناحية أخرى، فهي تشبه الأسهم العادية من حيث كونها تمثل ملكية ليس لها تاريخ استحقاق معين، وأن مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهميه في الشركة، كما لا يحق لحملة الأسهم الممتازة المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيع الأرباح¹.

الأوراق غير التقليدية:

تتمثل هذه الأوراق في الآتي²:

¹ العامري، محمد علي إبراهيم. 2010. الإدارة المالية المتقدمة، دار الإثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن. ص: 709.

² الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 59

أ- حقوق شراء الأسهم التي تصدرها الشركات

هي شهادات تصدرها الشركات وتعطي لحاملها حق شراء عدد من الأسهم العادية للشركة بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة. وتعطي هذه الحقوق لحاملها المزايا التالية:

✓ تمكن المستثمرين وبأموال قليلة من الحصول على مزايا ملاك الشركة فيما يتعلق بالأرباح الرأسمالية.

✓ عدم تعرض حامل هذه الحقوق لمخاطر كبيرة.

ب- حقوق شراء الأسهم التي يصدرها الأفراد

هي شهادات يصدرها الأفراد وتعطي لحاملها حق شراء عدد من أسهم معينة من مستثمر آخر وبسعر محدد. وتتشابه خصائص هذه الشهادات مع خصائص شهادات الشركات وإن كانت تختلف معها بالنسبة لجهة الاصدار والمدة. والأسعار التعاقدية لهذه الشهادات تضمن لحاملها فرص الحصول على الربح خصوصا إذا ارتفعت الأسعار السوقية للأسهم.

ثانيا- المصادر الخارجية للتمويل:

يتمثل هذا التمويل في كافة المصادر الاخرى غير الذاتية التي يحتاج اليها المشروع، وينقسم إلى مصادر تمويل محلية ودولية:

1- مصادر التمويل المحلية؛

ويتمثل في القروض من البنوك والسندات والتمويل التأجيري.

أ- القروض من البنوك:

وهي المبالغ التي يحصل عليها المشروع من البنوك مقابل فائدة، وهذه القروض قد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة.

* - الائتمان المصرفي (القروض قصيرة الأجل):

تعتبر البنوك التجارية وشركات الأموال أهم مصادر القروض قصيرة الأجل. وتنقسم القروض في هذه الحالة إلى نوعين، وهما قروض بضمان وقروض بدون ضمان، وتعتبر القروض بدون ضمان قروضا سائلة من وجهة نظر البنك على اعتبار أنها تستخدم عادة في تمويل الأصول المتداولة والتي تتحول بسرعة إلى نقدية وتستخدم في سداد القرض¹.

* - القروض المباشرة متوسطة الأجل Term Loans:

عادة ما يتم تسديد هذه القروض بصورة منتظمة على مدار عدة سنوات. بالإضافة إلى ذلك عادة ما يكون القرض مضمونا بأصل معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى، ولا شك أن هناك بعض الاستثناءات من هذه القواعد في بعض الأحيان. وتعتبر البنوك وشركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض².

¹ المرسي، جمال الدين محمد. واللحج، أحمد عبد الله. 2010. الإدارة المالية - مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية. ص: 308.

² نفس المرجع. ص: 309.

* - القروض طويلة الأجل:

يعد هذا النوع من التمويل المقترض بمثابة عقد يلتزم بموجبه المقترض على تسديد فوائد دورية طويلة سنوات القرض، إضافة إلى أصل المبلغ المقترض ضمن تواريخ يتم الاتفاق عليها مع المقرض. وتتراوح آجال هذه القروض بين 3-15 سنة¹.

ب- التمويل التأجيري Lease Financing:

تقوم معظم الشركات باستخدام المباني والمعدات، ولكن ليس بهدف امتلاك هذه التسهيلات، وإن كان الامتلاك في معظم الأحيان يحقق لها هذا الهدف. وقد ظهر في السنين الأخيرة اتجاه نحو استئجار هذه التسهيلات بدلا من شرائها، وبعد أن كان الاستئجار مقتصرًا على الأراضي والمباني فقد أصبح يشمل جميع الأصول الثابتة تقريبا².

ج- ائتمان التصدير:

وهو عبارة عن قروض يحصل عليها المصدرين من الدولة بأسعار فائدة منخفضة بهدف زيادة الانتاج والتصدير، وتتمثل هذه القروض في صورة خصم الحوالات والكمبيالات وذلك لتغطية الفترة بين الشحن والبضاعة واستلام قيمتها من المستورد³.

¹ النعيمي، عدنان تايه. والخرشة، ياسين كاسب. مرجع سابق. ص: 140

² المرسي، جمال الدين محمد. واللح، أحمد عبد الله. مرجع سابق. ص: 310.

³ الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 61

د - السندات :-

يعرف السند على أنه مستند مديونية، متاح للشركات ويعطي الحق لحامله في الحصول على القيمة الإسمية في وقت محدد هو تاريخ الاستحقاق، وله معدل فائدة ثابتاً¹. ومن أهم مزايا إصدار السندات أن تكلفة التمويل بالسندات أقل من تكلفة التمويل بالأسهم. علماً أن السندات عادة ما تكون طويلة الأجل. وفي حالة تصفية المؤسسة أصحاب السندات لهم الأولوية على أصحاب الأسهم الممتازة في استيفاء حقوقهم من حصيلة بيع المؤسسة.

2- التمويل المقدم من مصادر دولية:

ويتم تقسيم هذا النوع إلى شقين، هما²:

أ- القروض الأجنبية؛ وقد يحصل عليها المشروع من مصادر التمويل المختلفة، سواء المصرفية أو غير المصرفية الأجنبية.

ب- التسهيلات الأجنبية؛ وتتضمن نوعين، هما:

- تسهيلات الموردين التي يقدمها الموردين للمشروع ليتمكن المشروع من الحصول على الآلات والمعدات اللازمة لإنشائه.
- تسهيلات المشترين التي يقوم المشروع ذاته بالحصول عليها من خلال أحد مصادر التمويل الأجنبية، وإن كانت بالطبع من خلال إحدى هيئات ضمان تسهيل الصادرات في بلد المورد للآلات والمعدات.

¹ العامري، محمد علي إبراهيم. مرجع سابق. ص: 710

² الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 63

أما مصادر التمويل على المستوى القومي، فيمكن تصنيفها إلى مصادر داخلية ومصادر خارجية للتمويل كما يلي:

1- المصادر الداخلية:

وتشمل هذه المصادر؛ الادخار والضرائب والقروض الداخلية والتضخم.

أ- الادخار:

يعرف الادخار بصفة عامة بأنه ذلك الجزء من الدخل الذي لا ينفق على السلع الاستهلاكية والخدمات ولا يخصص للاكتناز، وبعبارة أخرى هو الفرق بين الدخل الجاري والانفاق الجاري بفرض عدم وجود اكتناز، ولا يختلف الأمر بالنسبة للاقتصاد القومي في مجموعه عما هو بالنسبة للفرد، فالادخار القومي يتمثل في ذلك الجزء من الدخل الذي لا ينفق على الاستهلاك أي هو الفرق بين الدخل القومي والاستهلاك القومي¹.

ب- الضرائب:

تعرف الضرائب بأنها مساهمة نقدية إجبارية من الأفراد في أعباء الخدمات العامة، وفقا لقدرتهم على الدفع وبغض النظر عن المنافع التي تعود عليهم من هذه الخدمات، وتستخدم حصيلتها في تحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية وغيرها. وترجع أهمية الضرائب وضرورتها كوسيلة للتمويل وبصفة خاصة في الدول النامية إلى عاملين رئيسيين²:

¹ الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 68

² نفس المرجع. ص: 70

1- ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك في هذه الدول وبالتالي تسرب معظم الزيادة في الدخل القومي الى الانفاق الاستهلاكي، غير تاركة للادخار الا الجزء الضئيل، لذلك تعتبر الضرائب في هذه الدول وسيلة فعالة لخفض معدلات الاستهلاك بإجبار الأفراد والهيئات على التنازل عن جزء من دخولهم، ومن ثم زيادة معدلات الادخار.

2- تعاضد دور الدولة في تنمية الاقتصاد القومي، فقد أصبح على الدولة تحمل العبء الأكبر من الاستثمارات التي تتطلبها عملية التنمية الاقتصادية، وهذا يتطلب الارتفاع بمستوى الإيرادات الضريبية من مستوياتها المنخفضة الراهنة إلى أعلى مستويات يمكن تحقيقها دون الاضرار بالاقتصاد القومي.

ج- التمويل التضخمي للتنمية:

يترتب على قصور المدخرات القومية إما ضعف في معدل الاستثمار أو الاستعانة بالمدخرات الأجنبية لتغطية الفجوة بين الادخار والاستثمار وقد تلجأ الحكومة إلى سياسة التمويل عن طريق التوسع في اصدار النقود أو في الائتمان وهو ما يسمى بالتمويل التضخمي وذلك لتغطية العجز غير المدبر في الموازنة العامة للحكومة. وعلى الرغم من أن هذه الوسيلة للتمويل أبسط من غيرها إلا انها أكثر خطورة، فالتوسع في هذه الوسيلة دون دراسة دقيقة يترتب عليه ارتفاع كبير في الأسعار، أي حدوث تضخم¹.

¹ الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 71

2- المصادر الخارجية لتمويل التنمية:

تعتبر التدفقات المالية الخاصة والمعونات الرسمية اهم المصادر لسد فجوة الموارد المحلية

وتمويل التنمية الاقتصادية وتحديدا في الدول النامية كما يلي¹:

أ- التدفقات المالية الخاصة:

قد تأخذ التدفقات المالية الخاص صورة القروض الاجنبية الخاصة او صورة الاستثمارات الأجنبية الخاصة أو كلاهما:

* - **القروض الخاصة؛** وتتمثل في القروض الخاصة بالصادرات والتي لا تعدو أن تكون تسهيلات ائتمانية للمصدرين وكذلك الاقتراض من البنوك التجارية الخاصة أو قيام الأجانب بشراء سندات حكومية أو خاصة في الدول النامية.

* - **الاستثمارات الأجنبية الخاصة؛** تنقسم إلى استثمارات مباشرة يملكها أصحاب رأس المال الأجنبي ملكية تامة أو جزئية والاستثمارات التي تقوم بها الشركات متعددة الجنسية، واستثمارات غير مباشرة تشمل القروض الانمائية طويلة الأجل.

ب- المعونات الانمائية الرسمية (المعونات الخارجية):

تتمثل هذه المعونات في جميع المنح الرسمية المشروطة وغير المشروطة والمساعدات الفنية

(نقل التكنولوجيا)، والقروض قصيرة وطويلة الأجل ذات الشروط المالية الميسرة التي تقدمها الدول

¹ الشراح، رمضان. مرجع سابق. ص: 75

الصناعية المتقدمة ودول منظمة الأوبك، والمؤسسات الدولية مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وبنوك التنمية الإقليمية وصناديق التنمية لدى منظمة الأوبك¹.

3-3 المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

تمثل عملية اتخاذ القرارات في الاستثمارات الاتجاهات الحديثة في الفكر المالي والاستثماري المعاصر وهي تتطوي على تحديد نوعية الأصول التي يجب أن يمتلكها المشرع سواء كانت أصولاً ثابتة كالمباني والأراضي والآلات، أم أصولاً متداولة كالنقدية والبضاعة والأوراق المالية. كما تهتم قرارات الاستثمار بكيفية توظيف هذه الأصول على نحو أمثل لتحقيق أقصى عائد ممكن بأقل مخاطر. ولا يختلف القرار الاستثماري في طبيعته عن أي قرار آخر باعتباره اختياراً من بين بدائل متاحة².

أولاً: أنواع القرارات الاستثمارية

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار، وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الاداة الاستثمارية وقيمتها من وجهة نظره من جهة أخرى. ضمن هذا الإطار تندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة أنواع³:

1- قرار الشراء :

يتخذه المستثمر عندما يشعر أن قيمة الاداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي أو بعبارة أخرى عندما

¹ شموط، مروان. كنجو، كنجو عبود.. مرجع سابق. ص 40

² نفس المرجع. ص: 40.

³ مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 37

يكون السعر السوقي أقل من قيمة الاداة الاستثمارية. مما يولد لدى المستثمر حافزا لشراء تلك الأداة سعيا وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلا.

2- قرار عدم التداول:

يترتب على الحالة السابقة ولنتاجة عن الضغوط الشرائية بان تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر الارتفاع الى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي مع القيمة من وجهة نظر المستثمر. وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع أيضا التوقف عن البيع. فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول. لأن المستثمر عند هذه النقطة يكون في وضع تنتفي لديه الآمال لتحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية، كما تنتفي لديه أيضا ولو مؤقتا المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل القريب إلا اذا تغيرت الظروف السائدة، ولذا يقرر الاحتفاظ بالأداة الاستثمارية.

3- قرار البيع:

بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات اضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد وفي نطاق نموذج الخاص بالقرار، أي مستثمر يرى بأن السعر السوقي في تلك اللحظة مازال أقل من القيمة مما يتطلب منه ان يعرض سعرا جديدا لتلك الأداة يزيد عن القيمة. وهكذا يرتفع السعر عن القيمة مولدا بالتالي حافزا لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار البيع. ذلك يخلق ظرفا جديدا ينعكس آلية السوق ليصل إلى نقطة يصبح فيه المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فيتجه السعر السوقي للأداة الاستثمارية للهبوط مرة أخرى وهكذا تدور الدورة.

ثانياً: المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

يقوم القرار الاستثماري الناجح على ثلاث مقومات أساسية هي¹:

1. تبني استراتيجية ملائمة.
2. الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار.
3. مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

1- الاستراتيجية الملائمة للاستثمار:

تختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون وذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية. وتتمثل أولويات المستثمر بما يعرف بمنحنى تفضيله للاستثمار والذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله تجاه العناصر الأساسية التالية:

أ. الربحية Profitability.

ب. السيولة Liquidity.

ج. الأمان Safety.

ويعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الاموال المستثمرة، بينما يعبر عن ميله تجاه العنصرين (السيولة والأمان) بالمخاطرة التي يكون مستعداً في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه. وعلى هذا الأساس فإن المنحنى التفضيلي لمستثمر ما هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة بين العائد الذي يتوقعه من جهة، والمخاطرة التي يقبلها من جهة اخرى.

¹ مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 39

وحسب منحنيات تفضيلهم الاستثمارية التي سبقت الاشارة اليها ينقس المستثمرون بشكل عام إلى ثلاثة انماط هي¹:

– المستثمر المتحفظ Conservative Investor

وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان الاولوية على ما عداه وبالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية فيكون حساسا جدا تجاه عنصر المخاطرة. وغالبا ما نجد هذا النمط في كبار السن، وذوي الدخل المحدود.

– المستثمر المضارب Speculator

وهذا النمط على عكس سابقه يعطي الاولوية لعنصر الربحية على ما عداه ولذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار. ويمكن وجود هذه الفئة من المضاربين بين صغار السن أو بين الممولين الكبار ممن يتصرفون بمحافظ استثمارية كبيرة.

– المستثمر المتوازن Balanced investor

وهو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن، وهكذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنوع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد، وتدني درجة المخاطرة. ويندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين.

¹ مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 40

2- الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري:

يفترض في متخذ القرار الاستثماري الرشيد مراعاة أمرين:

الأمر الاول: أن يسلك في اتخاذ هذا القرار ما يعرف بالمدخل العلمي لاتخاذ القرار، والذي يقوم عادة

على خطوات محددة أهمها ما يلي¹:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
- تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار.
- تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوال الأساسية أو المتحكمة critical factors في القرار.

• تقييم العوائد المتوقعة للبدائل لاستثمارية المتاحة.

• اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف.

أما الامر الثاني؛ فهو انه يجدر بمتخذ القرار الاستثماري ان يراعي بعض المبادئ والمعايير في اتخاذ

قراره. ومن أهم هذه المبادئ ما يلي²:

- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية

يعتبر هذا المبدأ ركنا أساسيا من أركان القرار الاستثماري، ويستمد أصوله من حقيقة ان

الأصول النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد او المؤسسة تتسم بالندرة Scarcity بينما تكون الفرص

او المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذه الفوائض كثيرة في معظم الاحيان. ذلك يفرض

¹ مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 41

² نفس المرجع. ص: 42

على متخذ القرار الاستثماري ان يراعي هذه الحقيقة وذلك باختيار ما يناسبه منه ضمن عملية مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع استراتيجيته في الاستثمار، بدلا من أن يوجه مدخراته لأول فرصة استثمارية تلوح له. وكلما زادت الفرص الاستثمارية المتاحة، تتوفر لمتخذ القرار الاستثماري مرونة أكبر في اتخاذ القرار الناجح الذي يحقق اهدافه.

- مبدأ الخبرة والتأهيل

يقضي هذا المبدأ بان اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لدى كل فئات المستثمرين. ففي واقع الحال توجد فئة من الافراد ممن لديهم فوائض نقدية يرغبون في استثمارها لكنهم لا يمتلكون الدراية والخبرة الكافيتين لاختيار الاداة الاستثمارية المناسبة. ويطلق على هذه الفئة من المستثمرين فئة المستثمرين السذج (عديمي الخبرة) Naïve Investors. بالمقابل توجد فئة من المستثمرين المحترفين Professional Investors ممن يتمتعون بالخبرة والدراية الكافية التي تؤهلهم لاتخاذ القرار الاستثماري.

وتوجد فئة أخرى من الافراد ممن يحترفون تقديم الاستشارة والنصح للمستثمرين من الفئة الاولى، ويطلق على هذه الفئة عادة مصطلح محللو الاستثمار، أو مدراء المحافظ الاستثمارية ممن لديهم خبرة ودراية كبيرتين في المجالات الاستثمارية. لذا يفترض بالمستثمر الساذج (عديم الخبرة) ان يستعين في اتخاذ قراره الاستثماري بمشورة فئة المستشارين والمحللين المتخصصين ولو كلفه ذلك دفع الاتعاب التي يتقاضاها هؤلاء مقابل الخدمات التي يؤدونها، لان هذه الاتعاب مهما ارتفعت ستبقى منخفضة بالقياس الى الفائدة المحققة منها في ترشيد القرار الاستثماري.

- مبدأ الملاءمة

يشكل مبدأ الملاءمة Relevance واحدا من الاركان الاساسية التي يفترض بالمستثمر مراعاتها عند وضع استراتيجيته الاستثمارية. ويطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري المناسب ثم الاداة، الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال من بين مجالات وادوات الاستثمار المتعددة المتاحة له. ويسترشد المستثمر في تطبيق هذا المبدأ بمنحنى سوائه أو منحنى تفضيله الخاص والذي يتحدد عادة في ضوء مجموعة من العوامل منها: عمره، وظيفته، مستوى دخله، حالته الاجتماعية، وحالته الصحية... الخ

ويقوم مفهوم منحنى تفضيل أو منحنى سواء المستثمر على فرضية مفادها ان لكل معين نمطا تفضيليا معيناً يحدد درجة اهتمامه تجاه العناصر الأساسية في قرار الاستثمار وهي: العائد على الاستثمار، مخاطر الاستثمار وبالتالي درجة الأمان التي يراعيها المستثمر، ثم سيولة الأداة الاستثمارية.

وحال المستثمر المؤسسي في ذلك هو مثل حال المستثمر الفرد. فالمؤسسات المالية هي الاخرى توجه مدخراتها لأوجه الاستثمار الملائمة لظروفها الخاصة وذلك وفقا لما يعرف بنظرية القطاعات السوقية Segmented Market Theory. وتقضي هذه النظرية بأن السوق المالي ينقسم عادة إلى قطاعات مختلفة يستقطب كل منها فئة معينة من فئات المستثمرين وذلك وفقا لميولهم الاستثمارية، فالبنوك التجارية مثلا مجالات الاستثمار التي يتسق توقيت تدفقاتها النقدية مع نسق توقيت التزاماتها المالية. لذا تميل في الغالب لتوجيه استثماراتها لأدوات الاستثمار قصيرة الاجل ذات

السيولة المرتفعة والمخاطرة المتدنية وذلك لتضمن الوفاء بالتزاماتها نحو المودعين والذين غالبا ما تكون ودائعهم قصيرة أو متوسطة الاجل.

ويمكن تطبيق مبدأ الملاءمة في اتخاذ القرار الاستثماري في نطاق ما يعرف في عالم الاعمال بإدارة: الموجودات / المطلوبات (Asset Liability Management (ALM)، والتي من خلالها يتم تحقيق المقايضة بين عنصرى العائد والمخاطرة وذلك سعيا نحو تحقيق العائد الأقصى على الاستثمار ضمن المستوى المقبول من المخاطرة.

- مبدأ التنوع او توزيع المخاطر الاستثمار Diversification

يمكن تلخيص مجمل اهداف المستثمر في تحقيق ما يعرف بالعائد المستهدف على الاستثمار (Target ROI) هذا يعني ان كل مستثمر يحدد في العادة العائد على الاستثمار الذي يطمح في تحقيقه من استثماراته وذلك في صورة (هدف). ولتحديد هذا العائد الهدف يجب ان يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع الاستثماري بموجب معدل خصم يعادل العائد المستهدف وذلك للوصول إلى القيمة الحالية لهذه التدفقات. فاذا كان صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المخصومة موجبا يعتبر الاستثمار مجديا أما اذا كان سالبا فيعتبر الاستثمار غير مجد.

لا يمكن للمستثمر أن يضمن تماما تحقق العائد الهدف على استثماراته الا بتحقق شرطين هما:

✓ أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار مؤكدة تماما من حيث القيمة.

✓ ان تكون أيضا مؤكدة تماما من حيث التوقيت.

وأي خلل يحدث في الشرطين السابقين بسبب حالة عدم التأكد المحيطة بالمستقبل ينعكس ضمنا على العائد الهدف.

لذا ينشأ من عدم تحقق أي من الشرطين السابقين مخاطرة تحيط بالاستثمار. وتتنوع مخاطره كما يتفاوت مداها وفقا لأدوات ومجالات الاستثمار، كما سنعرض ذلك في فصل لاحق.

المبحث الرابع: مخاطر الاستثمار

عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يتحمل درجة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد معقول، لذلك تعتبر المخاطر عنصرا هاما يجب اخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ اي قرار استثمار، ويهدف المستثمر العادي إلى تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل درجة ممكنة من المخاطرة¹.

والعائد على الاستثمار، ومخاطرة الاستثمار مفهومان مترابطان لا يمكن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر، فالعائد على الاستثمار هو بمثابة المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الاموال التي يدفعها مقابل حيازة أداة الاستثمار. أو بمعنى آخر يمثل العائد على الاستثمار المكافأة التي يمني المستثمر نفسه بالحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو اشباع حاضر على امل الحصول على منفعة أو اشباع المستقبل². وبالتالي فان العائد هو القيمة الناجمة عن استخدام الشيء كما هو الحال في القيمة الناجمة عن الأموال المستخدمة في الاستثمارات، أو هو المكافأة التي يحصل عليها المستثمر جراء توظيف أمواله بالاسهم العادية. ويعد العائد من المؤشرات المهمة عند تحليل الاستثمار³.

¹ مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 51

² نفس المرجع. ص: 22

³ العارضي، جليل كاظم مدلول. الشمري، ارشد عبد الامير جاسم. 2012. استراتيجيات الادارة المالية. دار الصفاء للنشر والتوزيع. الطبعة الأولى. عمان. الاردن. ص 181.

أما المخاطرة فتعرف بأنها احتمال تحقق الخسارة المتوقعة، أو حدوثها عندما يكون العائد الفعلي والمتحقق على استثمار ما أقل من العائد المتوقع من ذلك الاستثمار¹، وتنشأ عن ظاهرة عدم التأكد المحيطة باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار، ذلك لان الأهداف التي يسعى اليها المستثمر، يرتبط مدى تحققها عادة بتدفقات نقدية مستقبلية ينتظر الحصول عليها من استثماره، ولان احتمال تحقق هذه التدفقات مرهون بعوامل خارج نطاق سيطرة المستثمر، لذا يصبح من المستحيل افتراض تحقق هذه التدفقات بدرجة 100 %. ومتى انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات النقدية التي يتوقعها المستثمر عن درجة 100% تبرز المخاطرة والتي تزيد درجتها ارتفاعا كلما انخفضت احتمالات تحقق هذه التدفقات والعكس بالعكس².

ويرتبط عنصرا العائد والمخاطرة معا في علاقة طردية. بمعنى انه كلما ارتفع طموح المستثمر ليحقق عائد أعلى على استثماراته، عليه ان يعد نفسه لتحمل درجات أعلى من المخاطرة والعكس بالعكس. وعلى هذا الاساس، يوجد ارتباط بين طبيعة المستثمر ودرجات المخاطرة التي يكون على استعداد لتحملها في قراراته الاستثمارية، فالمستثمر المتحفظ يقنع عادة بالحصول على عائد متواضع على استثماراته مقابل خفض المخاطر المحيطة بهذه الاستثمارات، بينما يتجه المستثمر المضارب لمجالات استثمار على درجة عالية من الخاطرة سعيا وراء عائد مرتفع على استثماراته.

1-4 تعريف مخاطر الاستثمار

يعرف الخطر الاستثماري بأنه الفرصة التي يختلف العائد الحقيقي للأصل عن العائد المتوقع، فالمستثمر يكون متأكدا تماما من مبلغ النقود الذي استثماره ولكن لن يكون متأكدا تماما من مبلغ

العارضي، جليل كاظم مدلول. الشمري، ارشد عبد الامير جاسم. مرجع سابق. ص 186.¹
² مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 22

النقود الذي سوف يحصل عليه من ذلك الاستثمار، وهذا يعني احتمال الحصول على عوائد فعلية أقل من العوائد المتوقعة¹. وهذا ما يقودنا إلى تعريف آخر وهو المخاطرة هي: احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار وتقاس المخاطرة بناءً لذلك بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع².

2-4 أنواع مخاطر الاستثمار

تقسم مخاطر الاستثمار بشكل عام إلى نوعين؛ مخاطر منظمة ومخاطر غير منظمة. فالمخاطر المنظمة أو السوقية أو العادية، هي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين. وترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية، كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات اسعار الفائدة أو الحروب أو الانقلابات السياسية ... الخ. فأسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بنفس الاتجاه ولكن بدرجات متفاوتة. ويمكن أن يشمل تأثيرها عوائد جميع الاسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية وان وقوعها مقترن بحدث كبير تتأثر معه السوق بالكامل³.

وتكون درجة المخاطرة المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعا صناعية أساسية كصناعة الصلب والحديد وصناعة الآلات والمطاط، وكذلك الشركات التي تتصف أعمالها الموسمية كشرركات الطيران، أو بصورة عامة فإن أكثر الشركات تعرضا للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها واريابها وبالتالي اسعار أسهما بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك بمستوى النشاط في

¹ شموط، مروان. كنجو، كنجو عبود. مرجع سابق. ص: 218

² مطر، محمد. 2015. إدارة الاستثمارات – الإطار النظري والتطبيقات. مرجع سابق. ص: 51

³ العارضي، جليل كاظم مدلول. الشمري، ارشد عبد الامير جاسم. مرجع سابق. ص 188

سوق الأوراق المالية¹. وانطلاقاً مما سبق نصل إلى أن المخاطر المنتظمة تتصف بالخصائص التالية²:

- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله.
- تؤثر في جميع الشركات العاملة، لذلك فإنها تصيب كل أنواع الاستثمارات.
- لا يمكن تجنبها بالتنوع.
- يمكن قياسها بمعامل بيتا.

أما المخاطر غير المنتظمة أو غير السوقية أو ما يعرف بمخاطر الأعمال فهي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة، أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل. ومن هذه العوامل حدوث اضطراب عمالي في شركة معينة أو قطاع معين، والاختفاء الإداري، أو ظهور اختراعات جديدة، والحملات الاعلانية والتغير في أذواق المستهلكين، وظهور قوانين جديدة تؤثر على منتجات شركة معينة بالذات. وتعتبر هذه عن خصوصية الشركة، ضعف الإدارة، قلة الفرص الاستثمارية المتاحة أمامها، واحتمال فقدانها لبعض الصفقات³.

والشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير المنتظمة هي تلك التي تنتج السلع الاستهلاكية أو السلع غير المعمرة كشركات المرطبات وشركات السجائر، حيث لا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصادي أو على حالة سوق الأوراق المالية.

وتتأثر درجة المخاطرة غير المنتظمة لشركة معينة عادة إما بطبيعة السلعة التي تنتجها أو بالتغير في طبيعة أو مكونات أصول هذه الشركة، أو بدرجة استخدام الاقتراض كمصدر للتمويل، كما تتأثر

¹ مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 58

² شموط، مروان. كنجو، كنجو عيود. مرجع سابق. ص: 220

العارضي، جليل كاظم مدلول. الشمري، ارشد عبد الامير جاسم. مرجع سابق. ص 188³

بزيادة المنافسة في مجال نشاطها او بانتهاء عقود معينة. او بحدوث تغيير أساسي في الادارة. لذا يمكن الحد من المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنوع وذلك بتكوين محفظة استثمارية رأسمالها موزع على اصول مختلفة لكي يتجنب المستثمر المخاطر المرتبطة بكل أصل على حده. وتتضمن المخاطر غير النظامية نوعين من المخاطر؛ مخاطرة الأعمال، والمخاطر المالية¹. ونجد أن خصائص المخاطر غير المنتظمة²:

- تتشأ بفعل عوامل تخص المنشأة ذاتها.
- تؤثر ان وجدت على المنشأة المعنية.
- يمكن تجنبها بالتنوع وتخفيضها إلى الصفر تقريبا.
- مقياسها المطلق التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف.

3-4 مصادر مخاطر الاستثمار

هناك مصادر عديدة لمخاطر الاستثمار، ولكن يمكن تقسيم هذه المصادر حسب نوع المخاطرة التي تسببها، فهناك عوامل تسبب المخاطر المنتظمة، وهناك عوامل تسبب المخاطر غير المنتظمة وذلك بالإضافة لوجود عوامل تسبب النوعين معا:

أولاً: مصادر المخاطر المنتظمة

من هذه المصادر؛ تقلب في اسعار الفائدة، والتغير في القوة الشرائية لوحدة النقد ومخاطر السوق، وتقلب معدلات ضريبة الدخل وغيرها كما يلي³:

¹ العارضي، جليل كاظم مدلول. الشمري، ارشد عبد الامير جاسم. مرجع سابق. ص 190

² شموط، مروان. كنجو، كنجو عيود. مرجع سابق. ص:222

³ مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 59

أ- مخاطر أسعار أو معدلات الفائدة:

مخاطر أسعار الفائدة هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في اسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية. فمن المعروف أن أسعار الأوراق المالية خصوصا السندات منها تتأثر بتقلبات أسعار الفائدة السوقية وبطريقة عكسية، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما انخفضت أسعار السندات والعكس بالعكس، وسبب ذلك أن قيمة السند هي عبارة عن القيمة الحالية المتوقعة للدخل الذي تدره هذه الورقة خلال مدة الاستثمار، وبما ان سعر الفائدة السوقي هو عبارة عن معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للدخل، لذلك تنخفض هذه القيمة اذا ارتفع سعر الفائدة السوقي، فتتخفض بذلك قيمة السند في السوق، وبالعكس يرتفع سعره إذا انخفض سعر الفائدة السوقي. وبشكل عام كلما طال اجل استحقاق السند يزداد تعرضه لخطر أسعار الفائدة¹.

وهناك علاقة وطيدة بين سعر الفائدة المصرفي وأسعار الأسهم فهما يتناسبان تناسباً عكسياً فسعر الفائدة يعتبر أحد المجالات الاستثمارية البديلة المتاحة أمام المستثمر عوضاً عن الاستثمار بالأسهم فإذا ما ارتفع سعر الفائدة فسيكون موقف المستثمر الايداع في المصرف بدلاً من تحمل مخاطرة الاستثمار بالأسهم². وبالرغم من أن مخاطر سعر الفائدة السوقي تصنف ضمن المخاطر المنتظمة لأنها تؤثر في جميع الأوراق المالية، إلا أن تأثيرها يختلف حسب نوع الورقة، فيكون أكبر في حالة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة مثلاً عنه في حالة الأوراق المالية ذات

¹ مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 59

² العارضي، جليل كاظم مدلول. الشمري، ارشد عبد الامير جاسم. مرجع سابق. ص 196

الدخل المتغير كالأسهم العادية، يرجع ذلك إلى ان السند يدر دخلا ثابتا، لذا فالتغير المطلوب تحقيقه في معدل العائد للسند يتم من المكاسب الرأسمالية (أي من الفرق بين سعر شراء السند وسعر بيعه). ويعتقد بعض المستثمرين أن بإمكانهم تخفيض مخاطر تقلب اسعار الفائدة بالاستثمار في سندات قصيرة الأجل، وهذه السندات تكون عادة أقل عرضة لتقلبات الأسعار من السندات طويلة الأجل، ولكن هؤلاء المستثمرين يجدون أنفسهم في الواقع مجبرين على القيام بسلسلة من عمليات إعادة الاستثمار وبمعدلات عائد مختلفة قد لا تكون دائما مرضية، لذلك ليس من السهولة التخلص من مخاطر تقلب سعر الفائدة.

ب- مخاطر القوة الشرائية لوحة النقد

هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات او للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد تعكس على القيمة الشرائية لوحة النقد فتدني قيمتها، او بعبارة اخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر .

ويكون هذا النوع من المخاطر كبيرا في حالة الاستثمار في حسابات التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي نوع من الاستثمار الذي يحمل معه معدل فائدة ثابت. فاذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك فلانخفاض قيمته الحالية. كما ان أكثر أدوات الاستثمار تعرضها لهذه المخاطر هي الاوراق المالية طويلة الأجل، والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين عند استحقاقها، مثل السندات طويلة الأجل.

ويشكل الاستثمار في الأسهم العادية في معظم الاحيان حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحة النقد، ذلك على أساس ان أسعار الأسهم في السوق المالي تستجيب غالبا للظروف التضخمية

فترتفع هي الأخرى مما يحافظ على القيمة الحقيقية للاستثمار فيها، وبذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها حاملو السند.

ج- المخاطر السوقية

تتمثل مخاطر السوق في تلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين. فالشركة المصدرة للأسهم تتعرض للكثير من الأحداث التي قد تكون خارجة عن إرادتها كالحروب والتغيرات السياسية وأنشطة المضاربة التي تؤثر في سوق الأسهم، إن ارتفاع أسعار الأسهم وانخفاضها يعتمد على التوقعات المستقبلية ذلك أن تقلبات أسعار الأسهم هي جزء من مكونات السوق. لذا يتحدد موقف المستثمر اتجاه عملية الاستثمار في أسهم شركة م من خلال الصورة التي يكونها عن الشركة¹. ومن الأمثلة على المخاطر السوقية ما حدث في الأسواق المالية الآسيوية سنة 1997، وذلك حين انهارت الأسعار أولاً في بورصة هونغ كونغ لتتبعكس بعد ذلك على بورصات الدول المجاورة في ماليزيا واندونيسيا واليابان وليمتد هذا الانهيار فيما بعد ولكن بدرجات متفاوتة على أسواق المال في الولايات المتحدة وأوروبا وأستراليا. وكذلك أوروبا وأستراليا. وكذلك ما حدث في بورصة نيويورك بعد أحداث سبتمبر 2002، ثم ما تلا ذلك بفعل الأزمة المالية العالمية التي حدثت في عام 2008.

ثانياً: مصادر المخاطر غير المنتظمة أو مخاطر الأعمال

من أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة مخاطر الإدارة، ومخاطر الصناعة كما يلي²:

¹ العارضي، جليل كاظم مدلول. الشمري، ارشد عبد الامير جاسم. مرجع سابق. ص 194

² مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 59

أ- مخاطر الادارة

من الممكن ان تسبب الأخطاء الادارية في شركة معينة اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي، لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الاخطاء الادارية ضمن المخاطر غير المنتظمة لأنها قد تحدث انخفاضا في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي.

وفي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما الى منع تداول اسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الادارة في تسيير أعمال الشركة إلى الاقتراب من حالة اشهار الافلاس. فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخاطر الفشل المالي Default Risk.

ومن الأخطاء الادارية الشائعة؛ سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كأزمات الطاقة وإضرابات العمال، وخسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها، أو بسبب عدم تأمين الحراسة اللازمة وخسارة المبيعات أو فقد ممولين أساسيين للشركة مع عدم وجود آخرين ليحلوا محلهم، ويرتبط هذا النوع من الأخطاء الادارية في معظم الاحيان بتدني قدرة الادارة على ادارة

الأزمات Crisis Management.

ولكي يمكن الحكم على الكفاءة الادارية، يجب ان تجري عملية تقييم لكل فرد يساهم في العملية الادارية للشركة، وهذه مهمة صعبة لا يستطيع القيام بها الا المحللون المحترفون والمستشارون الاداريون، وبالرغم من صعوبة عملية التقييم هذه إلا أنها تكون ذات اهمية كبيرة للمستثمرين في أسهم ذات حساسية كبيرة للممارسات والقرارات الادارية.

ب- مخاطر الصناعة

وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح وملحوس دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع. وقد تتبع مخاطر الصناعة عن عوامل عديدة منها مثلاً؛ عدم توفر المواد الخام للصناعة، أو ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة من التلوث والتي كان لها تأثير كبير على الشركات المنتجة للورق ومصافي البترول ومصانع الحديد وغيرها من الصناعات التي ينتج عنها كميات كبيرة من المخلفات أو النفايات الملوثة للبيئة.

هناك أيضاً تغير اذواق المستهلكين، أو التوقف عن استخدام منتج معين نتيجة ظهور اختراعات أحدث. كما تؤثر المنافسة الأجنبية على الصناعات المحلية، ومن أهم الأمثلة على ذلك منافسة صناعة السيارات والالكترونيات اليابانية لمثيلاتها في الولايات المتحدة والتي يمكن أن تؤثر تأثيراً سلباً عليها إذا لم تتطور الأخيرة لتستطيع مواجهة هذه المنافسة. وفي بعض الأحيان يكون لمخاطر الصناعة تأثير كبير ومستمر وفي بعض الأحيان يكون تأثيرها ضعيفاً ومؤقتاً.

وهناك مصادر أخرى تسبب مخاطر منتظمة وغير منتظمة ومن هذه المصادر الرفع التشغيلي والرفع

المالي¹:

ج- مخاطر الرفع التشغيلي

يرتبط الرفع التشغيلي Operational Leverage عادة بنمط هيكل تكاليف المنشأة Cost

Structure أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية في التكاليف الكلية أو الاجمالية. وعلى هذا

¹ مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 59

الاساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي (DOL) كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف والعكس بالعكس.

تجدر الاشارة هنا أيضا إلى أن نقطة تعادل المنشأة ترتبط هي الأخرى بدرجة الرفع التشغيلي والعلاقة بينهما طردية فكلما ارتفع الرفع التشغيلي في المنشأة ترتفع معه نقطة تعادلها والعكس بالعكس. من هنا أيضا يمكن فهم مخاطر الرفع التشغيلي، فحيث أن ارتفاع درجة الرفع التشغيلي تؤدي إلى ارتفاع نقطة التعادل، إذن لابد أيضا من وجود علاقة طردية بين درجة الرفع التشغيلي والمخاطرة.

د- مخاطر الرفع المالي

تنقسم مصادر تمويل أي شركة إلى قسمين:

- تمويل الملكية أو التمويل الداخلي: وهو عبارة عن الأموال التي يتم الحصول عليها من المساهمين.

- تمويل الاقتراض أو التمويل الخارجي: وهو عبارة عن الأموال التي يتم الحصول عليها عن طريق

الاقتراض من جهات خارجية مختلفة. وينشأ عن التمويل بالاقتراض ما يسمى مخاطر الرفع

المالي Financial Leverage Risk.

ويهدف هذا النوع من التمويل إلى استخدام أموال الغير في رفع معدل العائد على الاستثمار وذلك

عن طريق تشغيل الأموال المقترضة في أدوات استثمار تدر عائدا أعلى من الفائدة المدفوعة للأموال

المقترضة. أي بعبارة أخرى فإن التمويل باستخدام الرفع المالي يهدف إلى تخفيض تكلفة الأموال

المستثمرة في المشروع ومن ثم تعظيم العائد على حقوق المساهمين.

بناء على ما تقدم يرتبط الرفع المالي بما يعرف بهيكل رأسمال المنشأة Capital Structure فاذا كانت الديون تشكل نسبة مرتفعة من القيمة الاجمالية لموجوداتها يكون الرفع المالي فيها مرتفعا والعكس بالعكس.

هذا ويمكن الرفع التشغيلي والرفع المالي أن تتضافر معا لنتج معا ما يعرف بالرفع المشترك Combined Leverage. إذ يقيس درجة الرفع المشترك درجة استجابة أو حساسية عائد السهم العادي لأي تغير يحدث في المبيعات.

وقد تتداخل مصادر المخاطرة بجميع انواعها بحيث يصعب فصل كل مصدر على حدة، كما تشكل قوى تؤثر في أسعار الأوراق المالية اما باتجاهات مختلفة حيث يلغي كل مصدر اثر المصادر الأخرى، أو قد تؤثر جميعها في اتجاه واحد فتسبب تغيرات كبيرة في الأسعار. ففي حالة حدوث تضخم اقتصادي تنخفض أسعار بعض الأوراق المالية نتيجة تأثير عوامل متعددة للمخاطر المنتظمة، وذلك لأن المقرضين سيقومون برفع أسعار الفائدة وذلك لتعويض خسائرهم الناتجة عن الانخفاض في القوة الشرائية وارتفاع أسعار الفائدة مما سيؤدي إلى انخفاض القيمة الحالية للدخل الذي تدره الأوراق المالية وعند ذلك تبدأ أسعار هذه الاوراق بالانخفاض، فتعم حالة الخوف عند المستثمرين فيسارعون إلى بيع أوراقهم كي يتجنبوا تكبد المزيد من الخسائر، وعمليات البيع غير الطبيعية الناتجة عن حالة الخوف هذه تسبب عادة انخفاض بعض الأسعار إلى ما دون القيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية¹.

¹ مطر، محمد. مرجع سابق. ص: 70

خلاصة

عرض الفصل الأول الإطار العام لمفهوم الاستثمار، بالتطرق إلى مفهوم الاستثمار والأهمية والأهداف، بالإضافة إلى التعرف على اساليب الاستثمار وادواته وانواعه المختلفة، إضافة إلى علاقة الاستثمار بالتمويل والمصادر المختلف لتمويل هذه الاستثمارات، بالإضافة الى انواع القرارات الاستثمارية، حيث تمثل عملية اتخاذ القرارات في الاستثمارات الاتجاهات الحديثة في الفكر المالي والاستثماري المعاصر وهي تنطوي على تحديد نوعية الأصول التي يجب أن يمتلكها المشرع سواء كانت أصولاً ثابتة كالمباني والاراضي والآلات، ام أصولاً متداولة كالنقدية والبضاعة والاوراق المالية. كما تهتم قرارات الاستثمار بكيفية توظيف هذه الأصول على نحو أمثل لتحقيق أقصى عائد ممكن بأقل مخاطر. ولا يختلف القرار الاستثماري في طبيعته عن أي قرار آخر باعتباره اختياراً من بين بدائل متاحة.

في الاخير تطرقنا في هذا الفصل الى مخاطر الاستثمار المختلفة وأهم مصادرها وانواعها. وبناء عليه، فقد قمنا في الفصل الأول بتغطية الجزء الأول من موضوع الدراسة، وبالتالي سنحاول في الفصل القادم تغطية الجزء الثاني من خلال عرض الإطار العام لمفهوم المرونة المالية.

الفصل الثاني

المفاهيم الأساسية للمرونة المالية

تمهيد

تعرف المرونة المالية على أنها قدرة الشركة على إعادة هيكلة رأسمالها بتكاليف منخفضة. وأن الشركات التي تتمتع بالمرونة المالية تكون أكثر قدرة على مواجهة التعثر المالي من الشركات الأخرى. وبالرغم من أهميتها للمديرين؛ فإن المرونة المالية لم تحظ باهتمام الباحثين. وإن نظريات هيكل رأس المال التقليدية، مثل نظرية المقايضة ونظرية ترتيب أولويات التمويل، لم تحدد دورا هاما للمرونة المالية. فإن هذه النظريات لم تستطع تفسير اسباب استخدام نسبة دين منخفضة في الشركات الرباحة، وكذلك اسباب استخدام التمويل عن طريق إصدارات الأسهم وعدم اعتباره الملاذ الأخير والتي يمكن تفسيرها عن طريق المرونة المالية.

وبالتالي سنحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على المرونة المالية بالتطرق الى مفهوم المرونة المالية وظهورها في الأدبيات النظرية، ثم القاء نظرة عامة على مختلف النظريات المرتبطة بالمرونة المالية والاستثمار. بالإضافة الى علاقة المرونة المالية بهيكل رأس المال، وفي الأخير سيتم الحديث عن قدرة الشركات على الاستثمار بالتطرق الى العلاقة بين التدفق النقدي، الاستثمار وسياسة الدفع بالإضافة الى الأموال الداخلية واحتياجات التمويل قصير الأجل.

المبحث الأول: مفاهيم حول المرونة المالية

سنحاول في هذا المبحث تسليط الضوء على بعض المفاهيم المرتبطة بالمرونة المالية بالتطرق

الى مفهوم المرونة المالية وقيمتها وأهم مصادرها، وبداية ظهورها في الأدبيات النظرية.

1-1 مفهوم المرونة المالية:

تعتبر المرونة المالية عن قدرة الشركة على التحكم بمصادر التمويل، وذلك استجابة

للاختلالات المفاجئة وغير المتوقعة في التدفقات النقدية أو في الاستثمارات المتاحة للمؤسسة¹.

أما (Gamba and Triantis)² فيعرفان المرونة المالية على أنها قدرة الشركة على إعادة

هيكله رأسمالها بتكاليف منخفضة. وأن الشركات التي تتمتع بالمرونة المالية تكون أكثر قدرة على

مواجهة التعثر المالي من الشركات الأخرى، وبالتالي تعتمد المرونة المالية للشركة على تكاليف

التمويل الخارجية التي تعكس بعض خصائص الشركة مثل الحجم، كما تعتبر كذلك نتيجة للقرارات

الاستراتيجية للشركة التي ترتبط بهيكل رأس المال والسيولة والاستثمار.

هذا وينظر المديرون الماليون إلى المرونة المالية على أنها عامل رئيسي في اتخاذ قرارات

هيكل رأس المال. حيث أن المرونة المالية تمثل قدرة الشركة على الاستجابة بفعالية للصدمات غير

المتوقعة للتدفقات النقدية أو الفرص الاستثمارية. ويعرف العديد من المديرين حول العالم المرونة

المالية بأنها نسبة الدين التي تحكم رأس المال³ ولكن هناك دراسات قليلة ربطت ما بين مرونة الشركة

¹ Bancel, Frank. Mittoo, Usha, R. 2010. "Financial Flexibility and the Global Financial Crisis Evidence from France." International journal of managerial finance. 7 (2): 179.216.

² Gamba, Andrea. Triantis, Alexander j. 2008. "The Value of Financial Flexibility." Journal of Finance. 58, 2263-2296, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=677086>.

³ Graham, John R. Harvey, Campbell R. 2001. "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field." Ibid,187-243.

وهيكل التمويل، ويمكن تفسير تلك الفجوة بعدم القدرة على ملاحظة أو تحديد المرونة المالية وصعوبة قياسها.

إن غالبية الباحثين عملوا على تعريف المرونة المالية بأنها قدرة الشركة غير المستغلة على الاستدانة. وقاموا باستخدام نسبة الدين المحددة كمقياس للمرونة. ولكن ومن الناحية العملية فإن الشركات قادرة على استخدام مصادر متعددة للتمويل من أجل تعزيز المرونة المالية مثل النقدية التي تحتفظ بها والقروض البنكية. بالإضافة إلى ذلك فإن هذه الخيارات يمكن أن تظهر اختلافاً من شركة إلى أخرى مما يجعل قياس المرونة المالية أمراً صعباً¹.

وبالرغم من أهميتها للمديرين؛ فإن المرونة المالية لم تحظ باهتمام الباحثين. وإن نظريات هيكل رأس المال التقليدية، مثل نظرية المقايضة ونظرية ترتيب أولويات التمويل، لم تحدد دوراً هاماً للمرونة المالية. كذلك فإن هذه النظريات لم تستطع تفسير ظهور ظواهر خاصة بالسلوك التمويلي للشركات، وعلى سبيل المثال الإجابة عن أسباب استخدام نسبة دين منخفضة في الشركات الرابحة، وكذلك أسباب استخدام التمويل عن طريق إصدارات الأسهم وعدم اعتباره الملاذ الأخير².

2-1 قيمة المرونة المالية

أكدت نظرية المبادلة التقليدية لهيكل رأس المال أن الشركات تربط بين المزايا الضريبية وتكاليف حجز الأموال (Distress Costs) المرتبطة بالتمويل عن طريق الديون حتى تصل إلى هيكل رأس المال المثالي أو المستهدف. في نموذج (DeAngelo)³ تأخذ الشركات بعين الاعتبار

¹ Bancel, Frank. Mittoo, Usha, R. op cit: 179.216.

² Ibid: 179.216.

³ De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. 2007. "Fundamentals, Market Timing and Seasoned Equity Offerings." National Bureau of Economics Research working paper 13285.

تكلفة الفرصة البديلة المرافقة للتمويل عن طريق الديون إضافة إلى اعتبارات الضرائب التقليدية وتكاليف حجز الأموال. وتعتبر القدرة على الاستدانة في هذا النموذج محدودة وبالتالي فإن قرارات التمويل عن طريق الاستدانة في الوقت الحاضر ستقل من قدرة الشركة على الاقتراض في المستقبل. هذا الخيار للحفاظ على المرونة المالية هو خيار مهم بالنسبة للشركات. حيث تظهر نتائج هذا النموذج أن عدم ادراج المرونة المالية في نظريات وتطبيقات هيكل رأس المال يؤدي إلى توقعات مختلفة جذريا عن ديناميكية هيكل رأس المال ونتائج تجريبية مضللة.

مع ذلك فإن ادماج القيمة الحدية للمرونة المالية يعد تحديا، لأنها تعتمد ليس فقط على المستوى الحالي للقدرة على الاستدانة ولكن أيضا على التوزيع المتوقع لمخاطر الاستثمار والتدفقات النقدية المستقبلية. مما يجعل محددات مستوى قدرة الاستدانة او التدفقات النقدية غير مكتمل. فعلى سبيل المثال وجد (Lemmon and Zender)¹ أنه بتثبيت مستوى القدرة على الاستدانة في نظرية ترتيب الأولويات ل(Myers)² أن الشركات تتصرف تماما كما تتبأت لها نظرية ترتيب أولويات التمويل وهذا السلوك يدوم على المدى الطويل لعينات مختلفة من الشركات. ربط الباحثون مستوى القدرة على الاستدانة باحتمال وجود تصنيفات الديون، ولكن ما يؤخذ على هذا الاجراء أنه لا يأخذ بعين الاعتبار المعلومات بشأن احتياجات التمويل المتوقعة أو التوزيع المحتمل لمخاطر الاستثمار،

الأمر الذي اعتبره مجموعة من الباحثين مثل (DeAngelo)³ و (Gamba and Triantis)⁴ وآخرون عامل مهم في تحديد قيمة المرونة المالية. وبالتالي لحل هذه المشكلة استخدم القيمة الحدية

¹ Lemmon, M., and J. F. Zender. 2004. "Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories." University of Utah and University of Colorado working paper.

² Myers, C. Stewart. 1984. "The Capital Structure Puzzle." The Journal of Finance. (3), 575-595.

³ De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit

⁴ Gamba, Andrea. Triantis, Alexander j. Op cit

للنقد كمؤشر للقيمة الحدية للمرونة المالية، وتعتمد هذه الفكرة على تقدير القيمة السوقية لحقوق المساهمين بالنسبة للتغيرات في الموجودات النقدية من أجل تقدير حساسية قيمة الأسهم بالنسبة للتغيرات في الموجودات النقدية. وهناك عدة فوائد لهذه الطريقة، من أبرزها أنها تعطي معلومات كافية حول العوامل التي يمكن أن تؤثر على قيمة المرونة المالية والتي جاء بها (Gamba)¹.

and Triantis

سواء كان الاحتفاظ بالموجودات النقدية بدافع المضاربة أو بدافع الوقاية؛ فإنه يعتمد على طبيعة الاستثمار ومخاطر التدفقات النقدية في الشركة. وبافتراض ثبات العوامل الأخرى، فإن الشركات التي تواجه مخاطر الاستثمار والتدفق النقدي بدرجة متقلبة بشكل كبير ينبغي أن يكون لها قيمة حدية أعلى من النقد. وهكذا، فإن الشركات التي تملك فرص نمو كبيرة من المرجح أن يكون لها قيمة حدية مرتفعة نسبياً من النقد. أما بالنسبة للاحتفاظ بالنقدية بدافع المعاملات؛ فتشير إلى أن الشركات تحتفظ بالأرصدة النقدية لتجنب التكاليف المرتبطة بالوصول إلى الأسواق المالية الخارجية. وبافتراض ثبات العوامل الأخرى، فإن الشركات التي تواجه تكاليف عالية نسبياً للتمويل الخارجي تجد الاحتفاظ بالنقدية أكثر فائدة لها. والدليل على ذلك، أن الشركات التي تواجه قيوداً مالية تميل إلى الاحتفاظ أكثر بالنقدية، وفيما يتعلق بالمرونة المالية فإن ارتفاع تكلفة رأس المال تقلل من قدرة الشركة على الاقتراض من الأسواق الخارجية وبالتالي يجعل الشركة أقل مرونة مما ينبغي أن تزيد من القيمة الحدية للمرونة المالية.

على الرغم من أن الاحتفاظ بالنقدية يزيد من المرونة المالية للشركة، إلا أن هناك أيضاً الجانب السلبي المحتمل للاحتفاظ بالنقدية. فمن المرجح أن يسيء المديرون استخدام النقدية التي تحتفظ بها

¹ Gamba, Andrea. Triantis, Alexander j. op cit.

الشركة لصالحهم، وهذا في ظل غياب الرقابة المستمرة. وبالتالي، فإن الشركات التي تكون عرضة بشكل خاص لمشاكل الوكالة تجد أن الاحتفاظ بالنقدية يكون أكثر تكلفة، وعليه الحفاظ على المرونة المالية أكثر تكلفة أيضا لأن القيمة الحدية للنقدية تزيد مع جودة حوكمة الشركات. بالإضافة إلى نقل وتوفير المعلومات على محددات القيمة الحدية للمرونة المالية، فإن القيمة الحدية للنقد أيضا تجنب الشركة المشاكل الداخلية Endogeneity Problems المرتبطة بمستويات القدرة على الاقتراض أو الموجودات النقدية لأنه يقوم على توقعات المساهمين. ومع ذلك، فإن القيمة الحدية للنقد تعكس توقعات المساهمين ما سيحدث لثروة المساهمين إذا كانت الشركة في طريق زيادة الموجودات النقدية المشروطة على الوضع الحالي للشركة وبيئة عملها. وبالتالي فهو ببساطة يعكس القيمة المتوقعة المسبقة لتغيرات الاحتفاظ بالنقدية (المرونة المالية) بالنسبة للمساهمين في ظل الحالة الراهنة للشركة والتوزيع المتوقع للتدفقات النقدية المستقبلية¹.

3-1 مصادر المرونة المالية

من الناحية النظرية، يكون لدى الشركات عدة مصادر للمرونة المالية، والتي من شأنها أن تسمح لها بإدارة العجز في النقدية دون التقليل من توزيعات الأرباح أو الاستثمار. على سبيل المثال، قامت العديد من الدراسات بتحليل محددات الموجودات النقدية (Cash Holdings) وبينت بأن الشركات التي يكون لديها ارتفاع متباين في التدفقات النقدية وتكاليف أكبر من التمويل الخارجي تحتفظ بأرصدة نقدية أعلى. وإذا كان الأمر كذلك، فإن هذه الشركات يمكن أن تتجنب خفض توزيعات أرباح الأسهم والاستثمار عندما تواجه عجزا في النقدية. إلا أن افتراض امتناع الشركات

¹ Clark, B. 2010. "The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidence." available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108850>.

عن خفض توزيعات الأرباح عندما ينخفض التدفق النقدي فهذا قد يقلل إلى حد ما من الاستثمار بدلا من السعي إلى التمويل الخارجي المكلف. ومع ذلك فإنها لا تؤكد إذا كان هذا صحيحا¹.

ومع ذلك، يفترض (DeAngelo)² بأن الحفاظ على الأرصدة النقدية العالية يمثل إشكالية لأن هذه الأرصدة تزيد من تكاليف الوكالة المتوقعة.

ويمكن أن تلجأ الشركة لمصادر أخرى محتملة للمرونة المالية مثل بيع الأصول. من الناحية النظرية، الشركة التي تواجه عجزا في النقدية قد تتجنب توزيع الأرباح وخفض الاستثمار عن طريق بيع الأصول. ومع ذلك، يمكن أن يكون هذا الخيار مكلف بالنسبة للشركة في حالة الأصول التي لا تتمتع بالسيولة. وفي الأخير يمكن للشركة أن تحافظ على المرونة المالية أيضا من خلال الحفاظ على قدرتها غير المستغلة على الاقتراض (Unused Debt Capacity). حيث يرى (DeAngelo) أن الشركات يجب أن تحافظ على مستويات منخفضة من الرافعة المالية وذلك للحفاظ على القدرة على الاقتراض عندما تواجه احتياجات رأس المال غير المتوقعة. وبالتالي فإن مثل هذه الشركة التي تواجه عجزا قد تقترض الأموال وذلك لتجنب خفض توزيعات الأرباح والاستثمار.

حاول (DeAngelo)³ من خلال هذا الاقتراض اضعاف الطابع الرسمي على نموذجهم لديناميكيات هيكل رأس المال. حيث يعتبر الدين أو الاقتراض كمصدر تمويل مؤقت تلجأ اليه الشركة عندما تواجه العجز الناتج عن المخاطر العشوائية للفرص الاستثمارية، فزيادة الديون المؤقتة

¹ Daniel, Naveen D. Denis, David J. Naveen, Lalitha. 2010. "Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls." Op cit

² De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit.

³ De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Ibid.

تسمح للشركة باستغلال الفرص الاستثمارية غير متوقعة، في حين يتم استخدام الفوائض المالية اللاحقة لتخفيض الديون.

4-1 ظهور المرونة المالية في الأدبيات النظرية

رغم أهمية المرونة المالية، إلا أنها قد أهملت من طرف الباحثين في الفترة التي تلت نشأة نظرية ترتيب أولويات التمويل. إلى أن قام الباحثان Graham & Harvey¹ بنشر مقالهما سنة 2001 والذي تضمن نشر نتائج استبانة تم من خلالها أخذ رأي 392 مديرا ماليا في الولايات المتحدة الأمريكية حول تكاليف رأس المال، والميزانية الرأسمالية وهيكل رأس المال. وقد أظهرت النتائج أن رغبة الإدارة بالاحتفاظ بالمرونة المالية كان العامل الرئيسي المؤثر على قرارات التمويل في هذه الشركات، وليس من خلال العوامل التي جاءت بها نظرية ترتيب أولويات التمويل والنظريات الأخرى. وقد جاءت دراسات أخرى فيما بعد أكدت ما جاء في هذه الدراسة مثل دراسة Bancel² (and Mittoo, 2004)

اهتمت الكثير من الدراسات التي أجريت لاحقا بتضمين أثر المرونة المالية كعامل مهم في قرارات التمويل. ومن أهم هذه الدراسات كانت دراسة (DeAngelo)³ التي بينت أن المرونة المالية، هي الحلقة الحاسمة المفقودة لتكوين نظرية عملية لهيكل رأس المال تكون قابلة للتطبيق. فقد وجد الباحثان أن نظرية ترتيب أولويات التمويل، لم تكن قادرة على تقديم تفسير مقنع لقرارات هيكل التمويل، بسبب افتراضاتها الحازمة التي حالت دون تركيزها على تضمين تأثير المرونة المالية في

¹ Graham, John R. Harvey, Campbell R. Op cit.

² Bancel, Frank. Mittoo, Usha, R. Op cit.

³ De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit.

سياسات التمويل للشركة. ووفقا للباحثين فإن نظرية المقايضة كذلك لم تقدم تفسيراً أفضل لأنها قد فشلت في إدماج أثر المرونة المالية.

لقد قام DeAngelo بتطوير نظريته الخاصة حول هيكل رأس المال والتي تربط بين كل من: تكاليف الوكالة، والضرائب على الرصيد النقدي للشركة (Tax on Corporate Cash Holding)، وسياسة توزيع الأرباح، والحاجة للتأمين ضد مخاطر أو معوقات الاستثمار في المستقبل، وبين الحاجة للمرونة المالية. حيث تحتفظ الشركات حسب هذه النظرية بنسب رافعة مالية منخفضة في الوقت الحاضر، لتوفير القدرة على الاستدانة في المستقبل عند مواجهة الحالات غير المتوقعة. أما فيما يخص الاحتياطي من الرصيد النقدي والتدفقات النقدية التي تحتفظ بها الشركة فقد بين الباحثان أن هذا الاحتياطي من شأنه أن يرفع من تكاليف الفرصة البديلة وتكاليف الوكالة، وبالتالي فإن الشركات تفضل بناء قدرة مجانية على الاقتراض (Free Borrowing Power) لتلبية حاجتها للمرونة المالية بدلا من الاحتفاظ المكلف بالنقدية. بالإضافة إلى ذلك، فإن الشركات التي تملك تدفقات نقدية كبيرة تفضل التمويل عن طريق الأسهم بدلا من اللجوء إلى الاقتراض. في هذا الصدد فإن ما اقترحه نظرية DeAngelo¹ يتعارض مع ما جاء به² Myers & Majluf في نظرية ترتيب أولوية التمويل. كما تختلف هذه النظرية أيضا عن نظرية المقايضة من حيث أن إدارة الشركة ليست مهمة بفوائد الوفر الضريبي وتكاليف الإفلاس، ولكن بدلا من ذلك تقوم بتوجيه الرصيد النقدي وتكاليف الوكالة على حساب حاجتها للمرونة المالية.

¹ De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit.

² Myers, C. Stewart. N. Majluf. Op cit,

تقوم نظرية DeAngelo أيضا بتفسير ظاهرة احتفاظ الشركات بنسب مديونية منخفضة، كما أنها تبدو أكثر ملاءمة للشركات المتطورة والناضجة على حد سواء. حيث أن الشركات المتطورة التي تواجه فرص نمو متزايدة، تتجنب الاقتراض وتحفظ برصيد نقدي أكبر، للحفاظ على المرونة المالية متمثلة بالقدرة على الاستدانة في المستقبل، أما الشركات الناضجة التي يتوفر لديها تدفقات نقدية كبيرة، فلا تلجأ إلى الاقتراض لتجنب مشاكل الوكالة وفرط الاستثمار، وبدلاً من ذلك تقوم بالحد من تكديس النقدية من خلال توزيعات الأرباح على المساهمين.

وقام (Gamba and Triantis)¹ باختبار أثر المرونة المالية على قيمة الشركة، حيث ركز الباحثان في دراستهما هذه على المرونة المالية، باعتبارها تعبر عن قدرة الشركة على الوصول إلى إعادة هيكلة رأسمالها بأدنى تكلفة ممكنة. كما أن الشركات التي تتمتع بدرجة من المرونة المالية تكون أكثر قدرة على تجنب التعثر المالي، وكذلك استغلال الفرص المربحة لتمويل استثماراتها. ومن بين أهم نتائج هذه الدراسة:

- تعتمد قيمة المرونة المالية على كل من: الضرائب، والفرص الاستثمارية، وربحية الشركة ومدى قدرتها على تغيير مصادر التمويل.
- يكون تأثير المرونة المالية كبيراً في ظل وجود فرص النمو وفي حالة انخفاض أداء الشركة.
- إن التذبذب أو الفروقات الكبيرة في ربحية الشركة يؤدي إلى تعظيم قيمة المرونة المالية.

¹ Gamba, Andrea. Triantis, Alexander j. Op cit

5-1 آراء أخرى حول مفهوم المرونة المالية:

حتى الآن، فإنه قد تم تقديم المرونة المالية على أنها قدرة الشركة على الاستدانة، ومن المهم الإشارة إلى أنه قد تم تقديم تعاريف أخرى بديلة للمرونة المالية.

حيث يرى (Singh and Hodder)¹ في دراسته حول الشركات المتعددة الجنسيات أن المرونة المالية تتمثل بقدرة الشركة على تجنب الفروق في الضرائب وكذلك تكاليف الرفع المالي من خلال تحويل هذه التكاليف إلى فروع الشركة بدلا من تحملها كاملة. وجد الباحثان أن للمرونة المالية أثر تبادلي وتكاملي على الرافعة المالية، وأنها يمكن أن ترفع من قيمة الشركات متعددة الجنسية بالمقارنة مع الشركات العادية.

المبحث الثاني: نظرة عامة على النظريات المرتبطة بالمرونة المالية

لم تحظ المرونة المالية باهتمام الباحثين كثيرا على الرغم من أهميتها؛ كما ان نظريات هيكل رأس المال التقليدية، مثل نظرية المقايضة ونظرية ترتيب أولويات التمويل، لم تحدد دورا هاما للمرونة المالية. كذلك فإن هذه النظريات لم تستطع تفسير ظهور بعض الظواهر الخاصة بالسلوك التمويلي للشركات واذي كان يمكن تفره من خلال المرونة المالية. وبالتالي سنحاول فيما يلي ان نعرض ملخص لاهم هذه النظريات.

¹ Singh, K., and Hodder, J. E .2000. "Multinational Capital Structure and Financial Flexibility." Journal of International Money and Finance. 19, 853-884.

2-1 نظرية Modigliani and Miller Theory

استخدم MM مفهوم المراجعة في تطوير نظريتهما، تحدث المراجعة إذا بين أصلين متشابهين - في هذه الحالة، أسهم مرفوعة وغير مرفوعة - بأسعار مختلفة. سيشتري المساهمون السهم غير المرفوع، يبيعوا في نفس الوقت السهم الذي قيمته مغالى فيها، ويحققوا ربحاً في العملية، ويستمر هذا حتى يجبر السوق العرض والطلب على جعل الأسعار تتساوى للأصلين. ولكي تعمل المراجعة، يجب أن يكون الأصلان متكافئين، أو قريبين من التكافؤ. وبين MM أن، تحت افتراضهما، تشابه الأسهم المرفوعة، وغير المرفوعة بصورة كافية لكي تعمل عملية المراجعة¹.

ولا يعتقد أي فرد، بما في ذلك MM، أن افتراضاتهما صحيحة بصورة كافية لتجعل النماذج تعمل بدقة في العالم الواقعي. إلا أن نماذجهما تبين كم يمكن عمله من النقود من خلال المراجعة ان استطعنا أن نجد طرق حول المشكلة بهذه الافتراضات. وفيما يلي افتراضات MM الأساسية:

- 1- لا توجد ضرائب، سواء كانت شخصية أو للشركة.
- 2- يمكن ان تقاس مخاطرة الأعمال بواسطة EBIT، ويقال عن الشركات التي لها نفس درجة مخاطرة الأعمال أنها طبقة مخاطرة متجانسة Homogeneous Risk Class.
- 3- لدى كل المستثمرين الحاليين والمتوقعين تقديرات متطابقة لقيمة EBIT المستقبلية لكل شركة، أي ان للمستثمرين توقعات متجانسة عن ارباح الشركة المستقبلية المتوقعة، ومخاطر تلك الأرباح.

¹ Brigham, F. and Gapenski, C. 1996. "Financial Management. Theory and Practice." 5th edition. The Dryden press. New York

4- يتم تداول الأسهم، والسندات في أسواق رأس مال كاملة، يشمل هذا الافتراض، ضمن أشياء أخرى؛ عدم وجود تكاليف سمسة، وأن المستثمرين (كلا من الأفراد والمؤسسات) يمكن أن يقترضوا بنفس معدل الشركات.

5- يكون الدين غير محفوف بالمخاطرة Riskless. يسري هذا على كل من الشركات والمستثمرين، لذلك يكون معدل الفائدة على كل الدين معدلا خاليا من المخاطرة. لإضافة إلى ذلك، يحدث هذا الموقف بغض النظر عن كم من الدين تستخدمه الشركة أو الفرد.

6- تكون كل التدفقات النقدية لا نهائية Perpetuities، أي أن كل الشركات تتوقع نمو صفر، وبالتالي يكون لها EBIT ثابت توقعيا، وتكون كل السندات لا نهائية. تعني ثابت توقعيا ان أفضل تخمين هو أن EBIT ستكون ثابتة، لكن في الحقيقة ان المستوى المتحقق يمكن أن يختلف عن المستوى المتوقع.

يعتبر (Modigliani and Miller) من أوائل العلماء الذين تناولوا هيكل رأس المال حيث قدم هذان العالمان مقالين أحدهما عام 1958 وثنائهما عام 1963.

حيث يقوم المقال الأول عام 1958¹ على افتراض عدم وجود ضريبة الدخل، ويتكون من مقترحين:

أ- إن القيمة السوقية للشركة تتحدد من خلال قرارات الاستثمار، ومدى فعالية وكفاءة هذه القرارات، وليس بكيفية تمويل تلك الاستثمارات أي أن القيمة السوقية للشركة مستقلة عن هيكل التمويل.

¹ Modigliani, Franco and Merton H. Miller. 1958. "The cost of capital. Corporation Finance and Theory investment." The American Economic Review. (June). 48 (3).

ب- إن تكلفة حقوق الملكية للشركة التي تستخدم الافتراض تساوي تكلفة حقوق الملكية للشركة التي تعتمد على حقوق الملكية مضافا إليه علاوة مخاطرة¹.

في حين يركز المقال الثاني عام 1963² على اعتبار وجود ضريبة دخل، ويتكون أيضا من مقترحين:

أ- أن القيمة السوقية للشركة الممولة بالديون، تساوي القيمة السوقية للشركة الممولة كليا بحقوق الملكية مضافا إليها الوفر الضريبي من الدين.

ب- إن تكلفة حقوق الملكية للشركة التي تستخدم الافتراض يساوي تكلفة حقوق الملكية للشركة التي تعتمد على حقوق الملكية مضافا إليها علاوة الخطر التمويلي مرجحا بمعدل الضريبة. من الواضح أن فرضيات MM لا تتصف بالواقعية، مقابل ذلك لا بد من الإشادة بالتناسق والتجانس الواضح في تحليلهما، فرغم مرور وقت طويل على ظهور هذه الانتقادات إلا أنها لم تتمكن من دحض المنطق الداخلي لهذه النظرية خاصة ما تعلق بآلية المراجعة في سوق المال.

2-2 نظرية الوكالة The Agency Theory

قام Jensen & Meckling بوضع هذه النظرية والتي تنشأ عن التعارض المحتمل بين مصالح حملة الأسهم والمديرين الذين يقومون بإدارة الشركة نيابة عن حملة الأسهم.

ويشير (Meckling and Jensen)³ إلى أن الأجر الثابت الذي يدفع للمديرين لا يمكن أن يسهم في حل تعارض المصالح بين حملة الأسهم والمديرين، وأشار (Jenson) إلى أن تعارض المصالح

¹ Brigham, F. and Gapenski, C. Op cit

² Modigliani, Franco and Merton, H. Miller. 1963. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: Correction." The American Economic Review. 3, 433-443.

³ Jensen, MC, and W. Meckling. 1976. "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure." Journal of financial economics. 3, 305-360.

بين حملة الاسهم والمديرين ينتج عن قيام المديرين باستثمار التدفقات النقدية الفائضة في مشاريع تحقق عائداً أقل من معدل العائد المستهدف من الشركة، بدلا من قيامهم بدفع هذه التدفقات النقدية الفائضة لحملة الأسهم على شكل توزيعات نقدية، وأشار إلى أنه لمعالجة هذه الظاهرة، فإن على الشركة اللجوء للاقتراض وبالتالي إجبار هؤلاء المديرين على استخدام التدفقات النقدية الفائضة لتسديد هذه الديون والفوائد المترتبة عليها. كما قد تلجأ الشركات إلى تبني العديد من السياسات بهدف التقليل من أثر مشكلة الوكالة، مثل إعطاء المديرين ما يسمى بالخيارات (Options) والتي تمثل منح المديرين الخيار بشراء أسهم الشركة بسعر تفضيلي إذا حققت الشركة زيادة في الأرباح وبنسبة معينة يتم تحديدها سلفاً. وبالتالي يصبح هدف مديري الشركة هو تعظيم الأرباح للحصول على خيارات شراء الأسهم بالسعر التفضيلي، وبيع هذه الأسهم بالسعر السوقي، وتحقيق أرباح تعتبر بمثابة مكافأة على عملهم في الشركة¹.

حسب (Jensen and Meckling) فإن مصالح مديري الشركات قد لا تتوافق دائما مع مصالح الملاك إذا كانت كلتا المجموعتين تسعى لتعظيم منافعها الخاصة، فتضارب المصلح جنبا الى جنب مع قدرة المدراء على التأثير مباشرة على عمليات الشركة، قد يدفع الشركة إلى اتخاذ قرارات قد لا ترفع من قيمة الشركة. وبالأخذ بعين الاعتبار تفوق المدراء في الحصول على المعلومات، خلص الباحثان أن هناك صراع قديم ودائم بين المدراء والملاك. هذا الصراع - والذي سمي بمشكلة الوكالة (Agency Problem) - قد يؤدي إلى خسارة للشركة بالمقارنة مع مصلحة فرد أو مالك واحد. وهذه الخسارة - والمعروفة بتكلفة الوكالة Agency Cost - تشمل على تكاليف اضافية يجب أن يتحملها المدراء لاتخاذ قرارات مناسبة للشركة، وبالتالي الحد من القيمة المضافة للمتعاملين

¹ خصاونة، محمد قاسم. 2011. مرجع سابق. ص: 203

النتيجة عن التباين لقرارات المدراء عن القرارات التي يمكن أن تعود بالنفع على المساهمين. وهذه المشاكل المرتبطة بفصل الملكية عن الإدارة، قد تؤثر في المستقبل على قرارات التمويل وقرارات الاستثمار في الشركة.

بالنسبة للشركات التي تواجه مشاكل الوكالة، يعتبر الدين أو الاقتراض وسيلة لضبط المدراء، من خلال الحد من التدفقات النقدية المتبقية والخاضعة لتصرفهم. كما ان تعهدات الدين تساهم أيضا في الحد من حرية المدراء في التصرف بثروة الشركة بتخصيصها لتخدم مصالحهم أو مصالح المساهمين او الملاك الخاصة، وبالتالي تضع قراراتهم ونشاطاتهم تحت المراقبة. وفي نهاية المطاف، فان تكاليف الوكالة المرتبطة بالدين سوف تتحملها الشركة، كما يأخذها الدائنون بعين الاعتبار وتدرج في السعر من أجل التمويل المقدم¹.

يتوقع المدراء تكاليف الوكالة وبادرون إلى تخفيضها مسبقا عن طريق توفير البيانات المالية التفصيلية للجمهور، أو التعاقد مع مدقق حسابات مستقل أو عن طريق ممارسات الإفصاح. عندها فقط تكون تكاليف الوكالة في أدنى حد ممكن، وكنتيجة يكافأ المدراء على هذا السلوك الحذر أو الحكيم من خلال زيادة ثقة المستثمرين الذين يعتبرون الدين كعامل محفز لمشكلة الوكالة. ويمكن تفسير الدور الرقابي للدين في اطار الأنشطة الاستثمارية للشركة. فإن الشركات التي تملك فرص استثمارية ضئيلة وتدفقات نقدية وافية، والتي تخضع لتكاليف الوكالة المذكورة أعلاه، قد تسعى للتغلب على مشاكل الوكالة في المستقبل عن طريق توظيف المزيد من الديون. باعتبار أن الرافعة المالية قد تقلل من النشاط الاستثماري للشركة. وقد وصفت هذه الظاهرة مشكلة فرط الاستثمار وأشارت الى العلاقة

¹ Gdala, Iweta. 2009. "Financial Flexibility and Investment: Evidence from the Warsaw Stock Exchange." Arhus School of Business. University of Arhus.

الإيجابية بين الرافعة المالية وقيمة الشركة. من خلال تواجد الدين في هكل رأس مال الشركة يمتنع المستثمرون عن الاستثمار في المشاريع التي قد تضر بالمساهمين أو حملة السندات الحاليين ولكن يرضي طموح المدراء¹.

2-3 نظرية المقايضة The Tradeoff Theory

في مقالهما الثاني سنة 1963، قام Modigliani & Miller² بإضافة ضريبة الدخل على الشركات، وأكدوا أن قيمة الشركة التي تعتمد كلياً على التمويل عن طريق الديون، تساوي قيمة الشركة التي تعتمد على التمويل عن طريق حقوق الملكية مضافاً إليها الوفرة الضريبية من الدين. لكن بالرغم من ذلك، فقد تجاهل الباحثان في مقالتهما الأول (1958) والثاني (1963) تضمين تكاليف الوكالة وتكاليف الإفلاس، على الرغم من أن وجود تكاليف الوكالة وتكاليف الإفلاس للدين قد تفوق الوفورات الضريبية، مما يوحي بأن هناك عتبة أو حداً لاستخدام الدين، والتي بموجبها يتم تعظيم قيمة الشركة. وتسمى عادة عتبة الدين بمستوى هيكل رأس المال الأمثل (المستهدف)، ويتم تعريفها بواسطة المفاضلة بين تكاليف الديون ومنافعها. وبالتالي تعتمد نظرية المقايضة على تكاليف الإفلاس، و تكاليف الوكالة في تفسير الاختلاف في قرار تمويل أنشطة الشركة، وتهدف إلى الموازنة بين فوائد التمويل عن طريق الاقتراض وتكاليفه. هذه النظرية تقترح وجود هيكل رأسمال أمثل للشركة يتحقق عندما تغطي فوائد التمويل بالاقتراض كامل تكاليف التمويل بالاقتراض.

¹ Gdala, Iweta. Op cit

² Modigliani, Franco and Merton, H. Miller. Op cit,.

وتوصلت بعض الدراسات الحديثة كدراسة¹ (Hackbarth)، إلى أن نظرية المقايضة كافية لتفسير هيكل رأس المال للشركات الضعيفة، وذلك باعتمادها على القروض البنكية حصريا. في حين تعتمد الشركات القوية (Strong Firms) على القروض البنكية، وعلى سوق رأس المال، مع أولوية الاعتماد على القروض البنكية.

جمعت نظرية المقايضة بين أفكار النظرية التقليدية ونظرية Modigliani & Miller، ومع ما أضافته من أفكار جديدة، إلا أنها بقيت عاجزة عن تفسير بعض الحالات التي تواجهها الشركات وعلى النحو التالي²:

- أن بعض الشركات تنمو وتزدهر على الرغم من انخفاض نسب مديونيتها متخية عن أهمية الوفورات الضريبية.
- عند انخفاض معدلات الضريبة تبقى الكثير من الشركات لها نسب مديونية مرتفعة حتى في الحالات التي يكون فيها معدل الضريبة صفرا.
- زيادة نسب الاقتراض على الرغم من ارتفاع معدلات الفائدة والتي تحد من الوفورات الضريبية للاقتراض.

أصبح من الواضح أن هذه النظرية قد فسرت جزءا صغيرا من السلوك الفعلي لهيكل رأس المال، يضاف إلى ذلك أن الدراسات التطبيقية لا تعطي اسنادا قويا لنظرية المقايضة، فالكثير من الشركات الناجحة تستخدم المديونية بشكل منخفض، وهذا يتناقض مع افتراضات نظرية المقايضة.

¹ Hackbarth, Dirk. Hennessy, Christopher A. Leland, Hayne E. 2007. "Can Trade off Theory Explain Debt Structure?" The Review of Financial Studies. 20 (5). 2007.

² العامري، محمد علي إبراهيم. مرجع سابق. ص: 722.

بالإضافة إلى ما سبق، فإن نظرية مبادلة المنفعة مقابل التكلفة للدين (المقايضة) لم تأخذ بعين الاعتبار المرونة المالية، على الرغم من أن تكلفة العسر المالي لها علاقة بعدم تماثل الحصول على المعلومة. فالتكاليف المباشرة وغير المباشرة والمتعلقة بالعسر المالي ناجمة عن عدم قدرة الشركة على الالتزام بالإيفاء بالالتزامات المالية المستحقة للدائنين، وبالتالي يتعذر حصولها على رأس المال بشروط ميسرة يقبل بها المديرون والمساهمون. وفي حال توفر معلومات متماثلة لدى حملة الأسهم والإدارة عن قيمة الأسهم الحالية أو المستقبلية، فإن ذلك يمكن الإدارة من إعادة هيكلة رأسمال الشركة من خلال استبدال الدين بأسهم عادية (حقوق الملكية) وذلك للحد من التكاليف المباشرة وغير المباشرة الناتجة عن العسر المالي.

كما أن تماثل المعلومات بين المستثمرين والإدارة يؤدي إلى تقييم تماثل لقيمة الأسهم التي تصدرها الشركة، وبالتالي يكون اللجوء إلى عملية إصدار الأسهم (حقوق الملكية) عملية مجدية لتقليل نسبة الدين في هيكل التمويل، مما يؤدي إلى تقليل تكاليف العسر المالي. ولكن عدم تماثل المعلومة المتوفرة قد يؤدي إلى زيادة هذه التكاليف، وبالتالي يجعل من أهمية وجود المرونة المالية سببا في تقليل هذه التكاليف، حيث تسمح هذه المرونة للشركة بتغيير هيكل التمويل.

إن عملية الربط ما بين المرونة المالية وعدم تماثل المعلومات من جهة، وتكاليف العسر المالي من جهة أخرى، أدى إلى قصور في نظريات العسر المالي، وفي إدراك الإدارة لأهمية المرونة المالية، والتي تسمح بالتخلص من تكاليف التمويل الناجمة عن مشاكل في عملية التقييم، ولكن وكما أسلفنا سابقا، فإن وجود مثل هذا الربط في الشركات التي تواجه عسرا ماليا أو في الشركات التي لا

تواجه مثل هذا العسر، يؤدي إلى قرارات خاصة بهيكل التمويل مختلفة تماما عن التي تضمنتها نظرية المقايضة التقليدية¹.

إن نظرية المقايضة الثابتة (Static Trade Off Theory) الخاصة بالتمويل، تجعل من الشركة القابلة للنمو غير مراعية لهيكل التمويل، وذلك بسبب قيامها بالتمويل عن طريق إصدارات جديدة، واستخدام القليل من نسبة الدين مع الاحتفاظ بنقدية عالية. فعلى سبيل المثال وجد كل من (Loughran and Ritter)² و (Fama and French)³ أن الشركات تصدر أسهما حتى لو لم تكن مقيدة ماليا، كذلك وجد (Leary and Roberts)⁴ أن معظم إصدارات الأسهم، تنشأ عندما يكون للشركة قدرة على الاستدانة دون الدخول في مشاكل العسر المالي الناجمة عن استخدام الدين، حيث أدى ذلك إلى الاستنتاج بأن قرارات اللجوء إلى التمويل الخارجي ربما يكون غير واضح. وبالتالي فإن إصدار الأسهم من قبل الشركات يعود إلى عدم توفر المرونة المالية للتعامل مع الظروف أو الحالات الطارئة.

بما أن افتراضات MM لا يمكن أن تطبق في الواقع، فإن أوجه القصور في الأسواق تنشئ رابط بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار، وقد تمت دراسة تفاعلاتها على كل من المستويين النظري والتجريبي في الأدبيات المالية. من بين هذه العيوب أو أوجه القصور في الأسواق والتي

¹ De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit

² Loughran, T., and J. Ritter. 1997. "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings." *Journal of Finance*. 52, 1823-1950.

³ Fama, E., and K. French, 2002. "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt." *Review of Financial Studies*. 15, 1-33.

⁴ Leary, M.T, and Roberts, M.R. 2004. "Financial Slack And Tests of Pecking Order's Financing Hierarchy." *Duke University Working Paper*.

ساهمت في أهمية قرارات التمويل هي خصائص الدين، التي تشمل الوفورات الضريبية للفوائد من جهة والإفلاس وتكاليف قيود الاقتراض من جهة أخرى¹.

كما لاحظ بالفعل موديليانى وميلر (1958²، 1963³)، أنه على الرغم من الميزة الضريبية للدين؛ إلا أن الشركات قد تفضل التمويل عن طريق أشكال أخرى بسبب التكاليف المرتبطة بالرافعة المالية، مثل القيود الصارمة التي تفرضها البنوك على الحد الأقصى للمبلغ الذي يمكن للشركة أن تقترضه مقارنة بنسبة حقوق المساهمين لديها وحاجتها إلى احتياطي حالات الطوارئ من القدرة الغير مستغلة على الاقتراض.

تسعى الشركات في ظل نظرية المقايضة للحفاظ على العلاقة المثلى بين الجانبين الجيد والسيء للديون. وكان من بين الباحثين الذين ساهموا في النقاش حول نظرية المقايضة⁴. افترض مايرز أن الشركة تعمل وفقا لمبدأ الاستمرارية وعلى هذا النحو يتوقع ان تستمر في الدخول في استثمارات جديدة. كما قام بتقسيم قيمة الشركة إلى عنصرين هما: قيمة الأصول الموجودة بالفعل والقيمة الحالية لفرص النمو المستقبلية. ويتم تمويل الأصول الموجودة فعلا عن طريق الاقتراض أكثر من فرص النمو بما أن طبيعتها توفر للدائنين حماية أفضل من القيمة غير الملموسة الاستثمارات التقديرية المستقبلية. ونتيجة لذلك، يتوقع أن الشركات التي تملك العديد من فرص النمو تتحمل ديون أقل منال شركات ذات النمو المنخفض.

¹ Gdala, Iweta. Op cit

² Modigliani, Franco and Merton H. Miller. 1958. Op cit

³ Modigliani, Franco and Merton, H. Miller. 1963. Op cit

⁴ Myers, C. Stewart. Op cit.

2-4 نظرية الإشارة The Signaling Theory

قام بوضع هذه النظرية Ross عام 1977 ، وبنيت هذه النظرية بالأساس على ما يسمى عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) ما بين المديرين الداخليين (Well informed traders) والمساهمين الخارجيين (Poorly informed outside shareholders) حول ظروف الشركة الحالية. وتحدث هذه النظرية عن أن ارتفاع حجم الرفع المالي للشركة يستخدم من المديرين كإشارة إيجابية للمستثمرين الخارجيين، بأن الشركة ستحقق تدفقات نقدية وربحية عالية في المستقبل كافية للوفاء بالالتزامات المالية.

وبالتالي فإن التباين في المعلومات بين المديرين والمساهمين الخارجيين له أثر مهم في تحديد التركيبة المثلى لرأس المال، حيث من المعروف أن الشركة تلجأ إلى التمويل عن طريق الاقتراض عندما تتوقع ظروفًا مستقبلية أفضل. وبالتالي فهي لا ترغب من يشاركها الازدهار المحتمل، أما عندما تتوقع العكس فإنها تفضل اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية من خلال زيادة رأس مال الشركة بهدف جذب مساهمين جدد للمشاركة في تحمل الصعوبات المحتملة¹.

2-5 نظرية ترتيب أولويات التمويل Pecking Order Theory

تتوقع نظرية ترتيب أولويات التمويل أنه في ظل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين الخارجيين حول القيمة الحقيقية للعمليات الجارية للشركة، فإن التمويل الخارجي (الديون وحقوق الملكية) سيكون دائمًا مكلفًا نسبيًا بالمقارنة مع التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة). يرى (Myers)² (and Majluf) أن عدم تماثل المعلومات سيؤدي إلى سوء تسعير أسهم الشركة في السوق، مما

¹ خصاونة، محمد قاسم. مرجع سابق ص: 203

² Myers, C. Stewart. N. Majluf. Op cit, 187-221.

يسبب خسارة في ثروة المساهمين. وهذا يسبب مشكلة سوء الاختيار (Adverse Selection Problem) التي تنشأ من كون الإدارة تملك معلومات أكثر من التي بحوزة المستثمرين. وبالتالي إذا قامت الشركة بتمويل مشاريعها الجديدة عن طريق إصدار أوراق مالية جديدة، فإنها ستقوم بتسعيها بأقل من قيمتها الحقيقية. ونتيجة لذلك فإن المستثمرين الخارجيين لن يكونوا قادرين على التمييز بين المشاريع الجيدة والسيئة، وبالتالي سوف يقومون بتفسير قرار الشركة بإصدار أوراق مالية جديدة كإشارة على أخبار سيئة وتسعير الأوراق المالية وفقاً لذلك. وبالتالي فإن الشركات لن تقوم بإصدار أسهم جديدة حتى بالنسبة للمشاريع ذات القيمة الحالية الموجبة، مما يسبب ما يعرف بمشكلة نقص الاستثمارات Underinvestment، لذلك، يرى (Myers and Majluf) أن الاقتراض عن طريق أدوات الدين، خاصة أقلها خطورة، يساعد الشركات على التخفيف من مشكلة عدم كفاءتها في اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تنتج عن التباين في المعلومات. وبالتالي فإنه وفقاً لـ (Myers and Majluf)، فإن الإدارة تميل إلى إصدار الأسهم فقط إذا تم المبالغة في تقدير قيمة الشركة (Overvalued)، وإصدار الديون إذا كانت قيمة الشركة مقدرّة بأقل من قيمتها. علاوة على ذلك يتم إصدار الأسهم عندما يكون خطر التعثر المالي كبيراً.

وتعود جذور نظرية ترتيب أولويات التمويل إلى دراسة¹ (Donaldson, 1961)، فقد لاحظ أن الإدارة تفضل استخدام التمويل الداخلي الذي يشمل الأرباح المحتجزة والاحتياطات على التمويل الخارجي الذي يشمل سندات الدين، وإذا كان على الشركة أن تلجأ إلى مصادر التمويل الخارجية،

¹ Donaldson, G. 1961. "Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity." Harvard Business School, Division of Research, Harvard University.

فإنها تلجأ إلى الاقتراض أولاً، ومن ثم إصدار السندات القابلة للتحويل، ويأتي إصدار الأسهم العادية كمالأخير.

وبالتالي فإن نظرية ترتيب أولويات التمويل تقترح أن الشركات تفضل مصادر التمويل الداخلي في الدرجة الأولى، وأنها تقوم بتعديل نسبة توزيعات الأرباح المستهدفة حسب الفرص الاستثمارية المتاحة. أما إذا كانت الشركة تسعى للتمويل عن طريق مصادر التمويل الخارجي، وذلك بسبب سياسات توزيع الأرباح السخية، وتقلبات لا يمكن التنبؤ بها في الربحية، أو الفرص الاستثمارية المتاحة امام الشركة، فإن هذه الشركات ستختار التمويل عن طريق الدين، ثم الأوراق المالية المختلطة، مثل السندات القابلة للتحويل، وأخيراً تلجأ الشركات لإصدار الأسهم كمالأخير بعد استنفاد قدرة الشركة على الاستدانة¹

تشير نظرية ترتيب أولويات التمويل إلى عدم وجود نسب مديونية مستهدفة، على عكس نظرية المقايضة. كما وأن نظرية ترتيب أولويات التمويل، لا تسهم في تفسير أثر الضرائب والتعثر المالي وتكاليف الوكالة على هيكل رأس مال الشركة، كما أنها تتجاهل المشكلة التي تنشأ عن قيام المديرين بتجميع الأصول السائلة والتي تسهم كحصانة ومناعة لانضباط السوق. بالإضافة إلى أنها تهمل فرص الاستثمار المتاحة التي تفوق هيكل رأس مال الشركة الفعلي، ولهذا فإن نظرية ترتيب أولوية التمويل تعد نظرية مكملة لنظرية المقايضة بدلا من أن تكون جزءا منها.

تعتبر المرونة المالية حلقة الوصل المفقودة في نظريات هيكل رأس المال التقليدية. ولكن في حالة نظرية ترتيب أولويات التمويل، فإن ذلك يعود إلى الافتراضات العديدة التي أدت إلى تضيق

¹ Myers, C. Stewart. Op cit,

الاهتمام لتضمين أثر المرونة المالية على سياسات التمويل في الشركة. وقد استنتقت هذه النظرية من أهمية المرونة المالية للأسباب التالية¹ :

1. التركيز على قرار التمويل لمدة واحدة بحيث يشمل عملية اختيار واحدة ضمن مبدأ التدرج في الاختيار، وبالتالي عدم التركيز على تداخل قرارات التمويل وتأثيره على القدرة على الاستدانة (Inter-temporal tradeoffs).

2. افتراض أن عدم تماثل المعلومات يسمح للمديرين باتخاذ قرارات نابعة من المنفعة الشخصية، فقط عند إصدار الأسهم وليس في وقت آخر. وبالتالي فإن ذلك يهمل تأثير عدم تماثل المعلومات على تكلفة الوكالة، مما يسمح للمديرين بتحقيق مآرب خاصة في أوقات أخرى، وليس فقط عند إصدار الأسهم وعلى حساب حملة الأسهم من خلال الاحتفاظ المبالغ فيه بالموارد المالية.

3. إهمال عدم اعتبار أي تأثير لضريبة الشركات على حجم النقدية المثالي أو حجم الدين المثالي والذي لن يكون بسيطاً.

4. عدم الأخذ بعين الاعتبار الارتباط أو التداخل ما بين هيكل التمويل (رأس المال) وسياسة توزيع الأرباح والذي أوضحنا تأثيره على تراكم احتياطات الشركة والمرونة المالية.

إن هيكل التدرج في التمويل المقترح من قبل هذه النظرية هو تدرج عكسي بالنسبة للشركات في مرحلة النمو، وذلك بسبب المرونة المالية. كذلك فإن العلاقة العكسية ما بين الربحية والدين (الرفع المالي) تعكس استخدام نسبة دين منخفضة من طرف الشركات المكتملة النمو (الناضجة)، الأمر الذي يوفر لديها احتياطا نقديا. وبالتالي تكون هذه الشركات في مرحلة إعادة تشكيل المرونة

¹ De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit

المالية¹. كما يرى كل من (Lemmon and Zender)² أن مصدري الأسهم (حقوق الملكية) لا يقومون بإصدار الدين، بسبب الخوف من العسر المالي أو قصور التمويل للاستخدامات المستقبلية. وهذا بحد ذاته يعزز قيمة الحفاظ على التمويل من أجل الاستثمارات المستقبلية، ومحاولة تقادي العسر المالي عند اختبار نظرية التدرج في التمويل.

6-2 نظرية عدم تماثل المعلومات Asymmetric Information Theory

إن نظرية عدم تماثل المعلومات التي توصل إليها Myers ، جاءت لتفسير نظرية ترتيب أولويات التمويل، إذ افترض مايرز في نظريته هذه أن الإدارة قد يكون لديها معلومات أكثر من تلك المتوفرة للمستثمرين، ومن ثم فإن إصدار أسهم عادية هو قرار غالبا ما ينتهي في غير صالح الملاك الحاليين³.

وبالتالي تقتضي نظرية عدم تماثل المعلومات بأن التمويل بالأموال المقترضة، يعد أفضل كثيرا من التمويل بإصدار أسهم عادية. ليس بسبب الوفورات الضريبية على فوائد القروض، ولكن بسبب التأثير السلبي لإصدار الأسهم العادية على الملاك القدامى. وتقتضي النظرية أيضا بالاعتماد كلما أمكن على الأرباح المحتجزة في التمويل، قبل اللجوء إلى الأموال المقترضة. وحتى إذا ما لجأت إلى الاقتراض، فلا ينبغي أن تصل إلى النقطة التي توصي بها نظرية التبادل. أما السبب فيمكن في الإبقاء على طاقة إقراضية احتياطية، يمكن استخدامها في الظروف الطارئة حتى لا تضطر الشركة إلى استخدام البديل غير المرغوب، المتمثل في إصدار أسهم عادية جديدة⁴.

¹ Byoun, S. 2011. "Financial Flexibility and Capital Structure Decision." Available at SSRN:

<http://ssrn.com/abstract=1108850>

² Lemmon, M., and J. F. Zender. Op cit

³ Harris, M. Raviv, A. 1991. "Theory of Capital Structure." Journal of Economics. 46 (1): 297-355.

⁴ هندي، منير. 1998. الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الطبعة الثانية، منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر. ص: 162.

إن العرض السابق لنظريات هيكل رأس المال يوضح أن هذه النظريات لم تأخذ بعين الاعتبار تضمين مبدأ المرونة المالية بالرغم من أهميتها. وخلاصة القول أن كل من نظرية ترتيب أولويات التمويل ونظرية المقايضة بالإضافة إلى النظريات الأخرى، لم تتمكن من إعطاء تفسير تام حول لجوء الشركات إلى التمويل الخارجي. حيث أن قرارات هيكل رأس المال يمكن تفسيرها ليس فقط من خلال تفاعل الشركة مع الوضع المالي السابق والحالي، ولكن كذلك من خلال الاهتمام بالمرونة المالية من أجل التعامل مع الظروف الطارئة وغير المتوقعة في المستقبل. لكن هذا كله يجب أن يأخذ بعين الاعتبار المنافع المتأتية من المرونة المالية مقابل التكاليف الناجمة عنها، والذي ربما يتطلب تعديل النظريات التقليدية الخاصة بهيكل رأس المال¹. كذلك فإن النظريات السابقة لم تستطع تفسير بعض الظواهر الملحوظة حول السلوك المالي للشركات، حيث أشارت بعض الدراسات مثل دراسة (Bancel and Mittoo)² إلى انخفاض نسبة التمويل عن طريق الديون حتى في الشركات التي تتمتع بربحية عالية. في حين تركز معظم الشركات على التمويل عن طريق الأسهم وعدم اللجوء إليها كملاذ أخير للتمويل كما جاء في نظرية ترتيب أولويات التمويل.

المبحث الثالث: علاقة المرونة المالية بهيكل رأس المال

سنحاول في هذا المبحث تسليط الضوء على علاقة المرونة المالية بهيكل رأس المال بالتطرق إلى علاقة المرونة المالية بنسبة المديونية في هيكل رأس المال، وكذلك علاقتها بتوزيعات الأرباح وتوفر النقدية، واخيراً علاقة المرونة المالية بالقدرة غير المستغلة على الاستدانة.

¹ Byoun, S. Op cit

² Bancel, Frank. Mittoo, Usha, R. Op cit.

3-1 علاقة المرونة المالية بنسبة المديونية في هيكل رأس المال

تزداد أهمية المرونة المالية خاصة للشركات التي تتمتع بوجود رافعة مالية Financial Leverage منخفضة، حيث تكون بديلاً للاقتراض كوسيلة للتخلص من المعوقات الضريبية¹. ونظراً لصعوبة قياس هذه المرونة المالية، فقد استخدمت الدراسات السابقة عدة مقاييس أو مؤشرات ترى بأنها تمثل المرونة المالية بشكل أفضل. حيث يمكن استخدام كل من نسبة المديونية والرصيد النقدي للشركة كالتين من هذه المقاييس للحفاظ على المرونة المالية، إذ يمكن للشركة تحقيق المرونة المالية من خلال الاحتفاظ بنسب مديونية منخفضة ورصيد نقدي كبير².

ونظراً لأهمية المرونة المالية في قرارات هيكل تمويل الشركات، فإنه من المهم معرفة التفاعل ما بين الرفع المالي والمرونة المالية، لأن كلا منهما يعزز من قيمة الشركة. حيث تسمح المرونة المالية للشركة من تقادي دفع ضرائب على شريحة ضريبية عالية، وهذا بحد ذاته هام للشركة التي لديها نسبة قليلة من الدين في هيكل التمويل، ولكن هذا لا يمنع الشركة من دفع الضريبة على سعر منخفض، فوحده الاقتراض يمكن الشركة من ذلك. ومن ناحية أخرى فإن الاقتراض يزيد من خطورة خسارة الشركة للإعفاءات الضريبية أو مواجهة العسر المالي، إلا أن توفر المرونة المالية يمكن أن يحد من هذه المخاطر، وبالتالي فإن المرونة المالية تعتبر عاملاً رئيسياً في تحديد هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة. بالإضافة لذلك فإن المرونة المالية تتمتع بما يسمى (Synergistic value) لقيمة الشركات، والتي لا يمكن توفيرها من خلال استراتيجيات الاستثمار في المحافظ المالية. وبالتالي يجب اعتبار المرونة المالية كمحدد رئيسي لكيفية قيام الشركات بتحديد عملياتها الدولية) استثماراتها)،

¹ Singh, K., and Hodder, J. E . Op cit

² Arslan, Ozgur. Florackis, Chrisostomos. Ozkan, Aydin. 2011. "Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance." Available at: <http://ssrn.com/abstract=1234682>.

وتحديد مكان الاستثمار. وفي أحيان أخرى يجب الاهتمام بتأثير التشريعات الحكومية على المرونة المالية، وإيلاء الموضوع أهمية أكبر في اتخاذ القرارات الاستثمارية انطلاقاً من الفروقات الضريبية.¹

. وعلى درجة من الأهمية فإن المرونة المالية إن وجدت مسبقاً وقبل تحديد سياسات التمويل المثالية، فإنها تمنح الشركة القدرة على الحصول على التمويل من خلال الدين وأسواق رأس المال من أجل الإيفاء بالتزامات مالية مستقبلية، والتي يمكن أن تكون ناجمة عن نقص متوقع في الأرباح أو توفر فرص استثمارية جديدة. كذلك فإن الشركات التي وصلت مستوى معين من النضوج، ربما تحد من الاعتماد على التمويل الداخلي، وذلك من خلال زيادة توزيعات الأرباح بدلاً من دفع فوائد عالية، خاصة بوجود انخفاض في نسبة المديونية، أو نتيجة عدم استفاد قدرة الشركة على الاستدانة، والتي من الممكن السيطرة عليها من أجل الحفاظ على استثماراتها، وكذلك لأن الشركات التي لها سجل جيد من حيث توزيعات الأرباح، تتمتع بسمعة جيدة إذ توصف بأنها توزع الأرباح بسخاء، مما يمكن الشركة من بيع إصداراتها من الأسهم الجديدة بسعر يقارب السعر الفعلي للسهم.²

وعليه فإن السياسات المثلى للتمويل للشركة النامية (الناضجة) تتمثل في وجود رافعة مالية منخفضة، واستمرار توزيع الأرباح المجزية، ومحدودية النقدية. كذلك فإن الرافعة المالية المنخفضة تعتبر مثالية للشركات النامية، والتي يتوافر فيها وفورات نقدية مقارنة مع الشركات الناضجة، وتقوم بذلك بدفع (عدم دفع) توزيعات أرباح منخفضة. إن وجود رافعة مالية منخفضة يعتبر هدفاً على المدى البعيد لشركات عديدة (ولكن ليس جميع الشركات)، عند وجود الحسم الضريبي، وذلك لأن الشركة لن تستفيد من وجود ضريبة بدون تقليل النقدية واستخدام القدرة على الاستدانة. وهذه

¹ Singh, K., and Hodder, J. E .Op cit

² Laporta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and R. Vishny. 2000. "Agency Problems and Dividend Policies Around The World." Journal of Finance. 55, 1- 33.

الإجراءات قد ترجع إلى عدم وجود المرونة المالية الأمر الذي قد يعرض فرص الاستثمار المستقبلية إلى بعض الاختلالات¹.

وبالإضافة إلى الاحتفاظ بنسب مديونية منخفضة ورصيد نقدي كبير واتباع سياسة واسعة لتوزيع الأرباح، يرى (Byoun)² أن كلا من نسبة الأرباح المحتجزة، والتدفقات النقدية وتصنيف الشركات، تمثل أيضا مقاييس أو مؤشرات للمرونة المالية. كما يرى أن الحاجة للمرونة المالية تختلف حسب حجم الشركات، فالشركات الصغيرة تكون بحاجة ماسة للمرونة المالية لمواجهة الحالات الطارئة في المستقبل. مما يدفعها للاحتفاظ بنسب منخفضة من الأرباح المحتجزة، ونسبة منخفضة من التدفقات النقدية إلى القيمة السوقية، بالإضافة إلى الاحتفاظ برصيد نقدي كبير مع عدم توزيع أرباحها من أجل بناء أو تكوين المرونة المالية التي تحتاجها، والعكس بالنسبة للشركات الأخرى.

2-3 علاقة المرونة المالية بتوزيعات الأرباح وتوفر النقدية

يقوم المديرون الماليون بتضمين المرونة المالية في سياسات توزيع الأرباح من خلال عملية إعادة الشراء أو من خلال توزيع أرباح خاصة (Special Dividends)، وذلك من أجل إتباع سياسة أرباح تتفق واحتياجات الشركة وعدم الالتزام بتوزيع أرباح ثابتة والتي من الممكن أن تستمر لفترة غير محدودة³.

كذلك فإن المديرين العقلانيين يدركون أن المستثمرين سيسمحون لهم بالاحتفاظ بكمية كبيرة من النقدية من أجل ضمان مرونة مالية في المستقبل⁴. واستنادا إلى نظرية DeAngelo فإن

¹ De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit

² Byoun, S. 2011. Op cit

³ Lie, E., 2005. "Financial Flexibility, Performance, and The Corporate Payout Choice." Journal of Business. 78,1-23.

⁴ De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit

المستثمرين (المساهمين) يفضلون وجود رافعة مالية منخفضة وتوزيعات أرباح عالية، حيث أن مثل هذه السياسات تضمن وجود مرونة مالية وتحد من قصور في القرارات الاستثمارية، وفي الوقت ذاته تقلل من مشكلة الوكالة. وتعتبر هذه السياسة معقولة إذا أخذنا بعين الاعتبار المعطيات الآتية¹:

1. أن المرونة المالية من أهم السياسات المالية لدى المديرين.
2. التحفظ في توزيعات الأرباح ممكن اللجوء إليه ونادر الحصول.
3. الشركات في الواقع تستطيع إصدار الأسهم على أسعار عالية مقابل دفع توزيعات أرباح مستقبلية.

4. قيام المديرين بالالتزام بدفع توزيعات الأرباح التي وعدوا بها المستثمرين.

ومن جانب آخر فإن السياسات النقدية تعمل على خلق تكاليف الوكالة، بالإضافة إلى توفير المرونة المالية. وبالتالي فإن تراكم النقدية قد لا يؤدي إلى منافع منسجمة مع بعضها البعض كما في نظرية² Myers & Majluf. وبالتالي سيقوم المستثمرون بالضغط على الشركة للحد من النقدية من أجل التخلص من تكلفة الوكالة، ولكن في الوقت ذاته تقوم بتشجيع المديرين للاحتفاظ بنقدية كافية من أجل الإيفاء بالتزامات مالية ناجمة عن احتياجات غير متوقعة³.

وأخيرا فإنه واستنادا إلى مراجعة الأدبيات فإن المرونة المالية تعتبر مهمة جدا ليس فقط لقرار اختيار هيكل التمويل، حيث يرى (Killi)⁴ أن هناك قرارات أخرى قد تتأثر بالمرونة المالية، على سبيل المثال فترة استحقاق الديون، وسياسة توزيعات الأرباح وسياسات الاندماج. ومن هذا المنطلق ونظرا لأهمية المرونة المالية، فقد قامت العديد من الدراسات باختبار تأثير هذه الأخيرة على هيكل تمويل

¹ De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit Ibid

² Myers, C. Stewart. N. Majluf. Op cit

³ De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit

⁴ Killi, A. and Rapp, M. S. and Schmid, T. Op cit

الشركات في العديد من الأسواق المالية المتقدمة، أما الدراسة الحالية فقد ارتأت اختبار تأثير المرونة المالية على هيكل تمويل الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. وعليه فإنه لا بد من تقديم لمحة عن سوق عمان المالي.

3-3 علاقة المرونة المالية بالقدرة غير المستغلة على الاستدانة

إن للمرونة المالية والمتمثلة في القدرة على الاستدانة تأثير كبير على كل من تكاليف التمويل الخارجي وتكاليف الوكالة للأرصدة النقدية، والذي يعني أن قدرة الشركة غير المستغلة على الاستدانة تمثل المصدر الرئيسي للمرونة المالية¹. وبالتالي فإن المرونة المالية ممثلة في شكل احتياطات غير مستغلة من القدرة على الاستدانة، تمثل الحلقة المفقودة في نظريات هيكل رأس المال، وتستخدم الشركات هذه القدرة الفائضة على الاستدانة، لتلبية احتياجات التمويل المرتبطة بالاستثمارات المتوقعة، مع السماح لهذه الشركات بتخفيض تكاليف إصدار الأسهم والحفاظ على أرصدة نقدية كافية. وهذا يسمح للشركات بتوفير تكلفة إصدار أسهم جديدة مع الحفاظ على نقدية عالية، وهذا يتماشى مع ما يتم تسميته من قبل الباحثين بنظرية التبادل المعدلة (Modified Trade Off Theory)، والتي من خلالها يتم الوصول إلى نسبة تمويل مثالية، والتي تؤدي إلى تقليص تكلفة الفرصة الضائعة للدين) ضعف الاستثمار في المستقبل².

تحتاج الشركات للمرونة المالية بشكل مستمر، لتمنح نفسها خيار الاقتراض في الفترات غير العادية لتلبية احتياجات رأس المال غير المتوقعة³. وفي بعض الأحيان تقوم الشركات التي تملك

¹ Daniel, Naveen D. Denis, David J. Naveen, Lalitha. Op cit

² Marchica, M., and Mura. R. 2010. "Financial Flexibility, Investment Ability and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity." Financial Management. 39 (4): 1339–1365.

³ De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit

القدرة الإضافية على الاستدانة بزيادة التمويل عن طريق إصدار الأسهم، للحفاظ على خيار الاقتراض في المستقبل لتقادي معوقات الاستثمار التي قد تنشأ عند الحاجة المستقبلية لرأس المال. وبالتالي فإن الشركات ستقوم بالحفاظ على مرونتها المالية، من خلال الاحتفاظ بقدرة غير مستغلة على الاستدانة، عندما تكون قيمة معوقات الاستثمار التي تجنبتها الشركة في الحاضر تفوق قيمة المزايا الضريبية الضائعة.

المبحث الرابع: المرونة المالية والقدرة على الاستثمار

انطلاقاً مما سبق ونظراً لأهمية المرونة المالية وتأثيرها على اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسة، سنحاول في هذا المبحث تسليط الضوء على علاقة المرونة المالية أيضاً بقدرة المؤسسة على الاستثمار، وذلك بالتطرق إلى علاقة المرونة المالية بكل من التدفق النقدي في المؤسسات وسياسة الدفع التي تتبعها هذه الأخيرة، بالإضافة إلى علاقة المرونة المالية بالتمويل الداخلي في المؤسسة. وأخيراً تكاليف ومزايا استخدام النقدية والديون للتمويل قصير الأجل.

1-4 التدفق النقدي، الاستثمار وسياسة الدفع payout policy

في أسواق رأس المال الكاملة، بين موديليانى وميلر أن الشركات سوف تستثمر دائماً في أول أفضل مستوى لها. ثم أنها تفترض أن الشركة سوف تدفع التدفقات النقدية المتبقية كأرباح. وبالتالي، يمكن أن تؤثر السياسة الاستثمارية على سياسة توزيع الأرباح، ولكن ليس العكس. وفي ظل عدم وجود مشاكل في التمويل، فإن الشركات تكون دائماً قادرة على رفع رأس المال لجميع المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الايجابية، بغض النظر عن مستوى التدفقات النقدية. وهكذا،

فانه حسب موديليانى وميلر يمكن أن تؤثر الصدمات السلبية للتدفقات النقدية على الأرباح ولكن ليس على الاستثمار¹.

من هذا المنطلق، ركزت الكثير من الدراسات الحديثة على اثنين من الخلافات الأساسية؛

تكاليف الوكالة Agency Costs والمعلومات غير المتماثلة Asymmetric Information.

في ظل تكاليف الوكالة، يرى (Jensen) أن المديرين يميلون إلى المبالغة في الاستثمار Overinvest لتجنب سوء استخدام التدفق النقدي الحر، عن طريق استخدامه في توزيع الأرباح وإعادة شراء الأسهم. ومع ذلك، يشير جنسن أن مدفوعات الديون هي أداة التزام أفضل من توزيعات الأرباح لأن تسديد الديون هو التزام تعاقدى في حين يمكن تخفيض الأرباح وفقاً لتقدير المديرين.

أما في ظل المعلومات غير المتماثلة، يرى (Myers and Majluf)² أن المديرين الذين يعملون لمصلحة المساهمين الحاليين يميلون إلى تجنب إصدار الأسهم في حالة تقييم أسعار أسهم الشركة بأقل من قيمتها Undervalued. مما يحتم على السوق أن تقوم بخصم إصدارات الشركة من الاسهم، والذي يمكن أن يؤدي في بعض الأحيان إلى نقص استثمارات الشركة. وبالتالي زيادة تكلفة رأس المال الخارجى مقارنة برأس المال الداخلى. فتضطر الشركات إلى تقليص الاستثمار لمواجهة العجز في النقد لأن تكلفة التمويل الخارجى مرتفعة جداً. ومع ذلك فإن الشركات التي تتبع سياسة توزيع الأرباح تكون أقل عرضة للقيود المالية من الشركات الأخرى. ويستند هذا الافتراض على فكرة أن الشركات التي تقوم بدفع تعويضات عالية تتمتع بتحصيل أرباح كبيرة يمكن استخدامها لتمويل الفرص الاستثمارية المربحة. وهكذا، كما في حالة الأسواق المثالية، فإن أي مخاطر سلبية

¹ Daniel, Naveen D. Denis, David J. Naveen, Lalitha. Op cit.

² Myers, C. Stewart. N. Majluf. Op cit,

للتدفقات النقدية ستؤثر على توزيعات الأرباح، لكنها لن تؤثر على مستويات الاستثمار إلا إذا كانت المخاطر كبيرة بحيث لا يمكن تغطيتها عن طريق خفض توزيع الأرباح إلى الصفر.

2-4 علاقة التمويل الداخلي بالمرونة المالية

يقوم المديرون باختيار السياسة المالية للشركة بشكل يومي، بحيث يكونون على وعي بالعواقب الناتجة عن القرارات اليومية على القرارات المستقبلية. وتشمل القرارات المتعلقة بالسياسات المالية كافة المتغيرات لنموذج التمويل الأساسي؛ الاستثمار في الأصول الحقيقية والاستثمار في الأصول المالية (أي الأرصدة النقدية)، ودفعات رأس المال من إصدار الديون والأسهم، والتوزيعات (عبر الفائدة، وتوزيعات الأرباح، وعمليات إعادة شراء الأوراق المالية) وإعادة التمويل، الخ ... قد يواجه المديرون والمستثمرون الخارجيون في أي وقت حالة عدم اليقين بشأن التدفقات المالية الحالية والمستقبلية، وحول الفرص الاستثمارية والقيمة السوقية للدين والأوراق المالية التي سوف تظهر في تواريخ مستقبلية¹.

إن حالة عدم اليقين بشأن العائدات والفرص الاستثمارية والأسعار المستقبلية للأوراق المالية، تعطي المديرين حوافز لتحديد السياسات المالية التي توفر المرونة في الاستجابة للمخاطر غير متوقعة لهذه العوامل. يختلف المديرون عن المستثمرين الخارجيين فيما يتعلق بالفرص الاستثمارية للشركة وعواقب التدفقات النقدية للقرارات الإدارية البديلة، ولا يمكن القضاء على هذا التباين على الرغم من أن المستثمرين مع مرور الزمن ومن خلال مراقبة القرارات الإدارية يتمكنون من تحسين تقديراتهم لهذه القرارات. باعتبار أسواق رأس المال تتخذ شكل أسواق شبه قوية، فإننا نفترض أن تتيح

¹ De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit .

المعلومات غير المتماثلة الثغرات المحتملة الكبيرة والمستمرة بين أسعار السوق وتقييم المديرين للقيم الذاتية، وهذه المشاكل التي تتعلق بتقييم الأوراق المالية ترفع من تكاليف التمويل الخارجي للشركة (الأسهم والديون الخطرة) أما التمويل الداخلي فيترتب على التكاليف الخاصة به. وتعتبر مشاكل الوكالة السبب الأكثر وضوحاً لكون التمويل الداخلي أكثر تكلفة ولا تتضمن تكاليف الوكالة للتدفق النقدي الحر أو أي شكل من أشكال خدمة المصالح الخاصة للمديرين.

وبدل التركيز فقط على هيكل رأس المال، وسياسة دفع التعويضات، والأرصدة النقدية، هناك تحليل أكثر شمولاً والذي يظهر أن المرونة المالية يمكن توفيرها أيضاً من خلال بعض الأصول الحقيقية، مثل الفائض في المخزون والذي يمكن تقسيمه وتسويقه وبيعه بسهولة مقابل النقد.

يرى (Myers and Majluf)¹ أن ميزة المعلومات التي يتمتع بها المديرين تسمح لهم ببيع الأوراق المالية بأسعار أعلى من القيمة الذاتية التي يتصورونها، بينما يرى (Jensen) أن نفس الميزة تمكن المديرين من الإفراط في الاحتفاظ بالموارد لتمويل قرارات المصلحة الذاتية.

كما يرى (Myers and Majluf) أن الشركات تحتفظ بأرصدة نقدية كبيرة لتجنب الاضطرار إلى رفع رأس المال الخارجي لأن الأرصدة النقدية تمنحها مزايا المرونة المالية ولكن لا يترتب عليها تكاليف الوكالة. أما (Jensen)، فيرى أن الشركات يجب أن تحتفظ بالحد الأدنى من الأرصدة النقدية فقط لأن الفائض في الأرصدة النقدية قد يرفع من تكاليف الوكالة بدون أن يوفر أي منافع للمرونة. بينما في تحليل (De Angelo)² فإن الاحتفاظ بالأرصدة النقدية يحمل الشركة تكاليف الوكالة وفي نفس الوقت يمنحها منافع المرونة المالية، وبالتالي فإن تراكم النقدية لم يعد مفيداً والمستثمرون سوف

¹ Myers, C. Stewart. N. Majluf. Op cit

² De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit

يضغطون على الشركة للحد من الأرصدة النقدية للتخفيض من تكاليف الوكالة، بينما تشجع أيضا المدراء للحفاظ على احتياطاتهم النقدية الكافية لتمويل احتياجات رأس المال غير متوقعة والتي قد تنشأ في المستقبل.

3-4 المرونة المالية واحتياجات التمويل قصير الأجل

وقال (Denis)¹ فإن المرونة المالية تشير إلى قدرة الشركة على الاستجابة للتغيرات غير متوقعة في التدفقات النقدية للشركة أو الفرص الاستثمارية في الوقت المناسب. فعلى سبيل المثال يظهر كل من (Denis and McKeon)² أن الشركات تحتفظ بنسبة للرافعة المالية أقل مما تنبأت به نظرية المبادلة، لتكون قادرة على تلبية الاحتياجات الاستثمارية عند ظهورها لتدعم بذلك نماذج المرونة المالية في اختيار هيكل رأس المال. كما تؤثر المرونة المالية على النقد الذي تحتفظ به الشركة فالشركات التي لديها إمكانية مكلفة للوصول إلى الأسواق الخارجية تحتفظ بأرصدة نقدية احتياطية أكبر لتجنب نقص الاستثمار. وأخيراً، فإن الشركات التي تملك فرص استثمارية أكبر تميل عند دفع النقد للمساهمين إلى الاعتماد أكثر على عمليات إعادة شراء الاسهم، والتي تتسم بالمرونة في الطبيعة، أكثر من توزيعات الأرباح. ومع ذلك، وعلى النقيض من الكثير من الدراسات التي تبين كيف تحافظ الشركات على المرونة المالية من خلال اختيار السياسات المالية على المدى الطويل، فيمكن للشركة أن تبني المرونة المالية من خلال تمويل الاحتياجات قصيرة الأجل. هذا على الرغم من حقيقة أن تقارير المدراء الماليين أن ثلاثة من أكبر أربعة أدوار رئيسية لخلق القيمة ترتبط بإدارة السيولة. على وجه التحديد، بافتراض أن المديرين يحاولون تقليص تكاليف التمويل،

¹ Denis, David J. McKeon, Stephen B. Op cit

² Ibid

إذن ما هي مصادر التمويل الأقل تكلفة التي يمكن استخدامها للحفاظ على المرونة لمواجهة حالة عدم اليقين في احتياجات المؤسسة في المدى القصير؟ وكمثال على ذلك، باعتبار الشركة التي تواجه عدم اليقين في النفقات على المدى القصير (أي المخزون، والأجور، والإعلانات، وتحسين المعدات، الخ) التي تتذبذب أساس سنوي تغير في الطلب. قد يحتفظ المديرون بالفائض النقدي لاستخدامه عند مواجهة هذه الاحتياجات قصيرة الأجل المرتفعة نسبياً، وبناء احتياطات في الفترات التالية. وهناك احتمال آخر هو أن المديرين يحتفظون باحتياطي اللجوء للديون لغرض تمويل هذه التقلبات¹.

4-4 تكاليف ومزايا استخدام النقدية والديون للتمويل قصير الأجل

ان استخدام النقدية لإدارة عدم اليقين في احتياجات التمويل على المدى القصير يتطلب أن يكون الفائض النقدي الذي يجب أن تحتفظ به الشركة في الأوقات التي تكون الاحتياجات التمويلية قصيرة الأجل منخفضة. بدلاً من ذلك قد يعتمد المديرون على الديون في تمويل الاحتياجات قصيرة الأجل. في هذه الحالة يحتفظ المديرون باحتياطي من القدرة على الاقتراض لمواجهة التقلبات في الاحتياجات التمويلية على المدى القصير. ومن غير الواضح أيهما يقلل من تكاليف التمويل؛ النقدية أو التمويل عن طريق الديون بما أن كلاهما لديه تكاليف ومنافع مختلفة. نظراً للطبيعة قصيرة الأجل لهذه الاحتياجات التمويلية، فمن غير المحتمل أن تستخدم الشركات التمويل عن طريق الأسهم بسبب الوقت والتكلفة التي تحتاجها للوصول إلى أسواق الأسهم.

¹ Fairhurst, Douglas J. 2013. Financial flexibility and short-term financing needs: Evidence from seasonal firms. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2255792>

فعلى سبيل المثال، الاعتماد على التمويل بالنقدية يجنب المديرين تكاليف الإصدار الكامنة في التمويل بالاقتراض والتي تتبع من تباين المعلومات بين موردي وطالبي رأس المال. ومن المتوقع أن يستفيد المديرون من المعرفة الداخلية حول جودة الفرص الاستثمارية المستقبلية عن طريق إصدار رأس المال المقدر بأكثر من قيمته الحقيقية. ومع ذلك، فإن المستثمرين العقلانيين سيتوقعون هذا السلوك وبالتالي يقومون بوضع علاوة على تكلفة إصدار، مع علاوات أكبر على رأس المال الذي يتأثر بشدة من تباين المعلومات. في حين أن استخدام النقدية في العمليات يجنب المديرين تكاليف تباين المعلومات. أما بالنسبة للتكاليف الأخرى التي يجنبها استخدام النقد فهي عدم توفر رأس المال عند طلبه. فالتمويل بالاقتراض يخضع لمدى توفر الديون في أسواق رأس المال، والذي يكون مرهونا بحالة الاقتصاد. بدلا من ذلك ستختار المؤسسة مستوى الفائض النقدي الذي ستحتفظ به كحاجز أمام لمواجهة التقلبات في احتياجات التمويل في المدى القصير. على هذا النحو، فإن إمكانية الوصول إلى النقد ليست محددة بالأوقات الاقتصادية السيئة كما هو الحال بالنسبة للديون. باختصار، الموجودات النقدية تجنب تكاليف الإصدار النابعة من الرحلات المتكررة إلى أسواق رأس المال للوصول إلى التمويل الخارجي¹.

ومع ذلك، في حين أن استخدام النقدية يجنب هذه التكاليف، إلا أن هذه التكاليف ليست هي نفسها لجميع أنواع التمويل بالديون. ففي حالة الديون الخاصة، يتلقى المقرض إشارة خاصة عن نوعية المقرض، وبالتالي تكون تكاليف تباين المعلومات منخفضة بسبب هذه الإشارات الخاصة. وبالتالي فإن الديون الخاصة تعتبر مصدرا مهما للركود المالي بسبب هذه التكاليف المنخفضة لتباين

¹ Fairhurst, Douglas J. Op cit

المعلومات. لذلك، فإن التمويل بالنقدية لديه تكاليف إصدار منخفضة من التمويل الخارجي، إلا أن الفرق النسبي في التكاليف يكون أقل بين النقد والدين الخاص من بين النقد والدين العام.

علاوة على ذلك، فإن استخدام النقدية لمواجهة تقلبات التمويل قصير الأجل يتطلب الاحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة تزيد عن الاحتياجات التشغيلية والتي تعتبر مكلفة لأسباب أخرى غير تكاليف إصدار، من بينها أن الفائض النقدي يرتبط بتكاليف الوكالة وهذا بسبب انخفاض قيمة الاستخدامات النقدية من قبل المديرين الذين يخدمون المصالح الخاصة. كذلك هناك تكلفة أخرى للأرصدة النقدية الفائضة الكبيرة وهي تكلفة الفرصة البديلة الناتجة عن انخفاض العائد على الاستثمارات المولدة للنقد بالنسبة إلى استثمارات أخرى. لذلك، بالرغم من أن استخدام الموجودات النقدية لتلبية احتياجات التمويل قصير الأجل يجنب المؤسسة تكاليف إصدار الكامنة في استخدام الدين، إلا أن هذه الموجودات النقدية كذلك تعرض الشركات للتكاليف الناتجة عن الاحتفاظ بالفائض النقدي. وبالتالي من أجل تقليل تكاليف التمويل، يصبح من غير الواضح للمديرين أي مصدر لرأس المال هو أفضل لمواجهة احتياجات التمويل في المدى القصير¹.

¹ Fairhurst, Douglas J. Op cit

خلاصة

حاولنا من خلال هذا الفصل عرض الإطار العام لمفهوم المرونة المالية، بالتطرق إلى مفهوم المرونة المالية وقيمتها مصادرها، بالإضافة إلى أهم النظريات التي لها علاقة بموضوع المرونة المالية والاستثمار، إضافة إلى علاقة المرونة المالية بهيكل رأس المال والقدرة على الاستثمار، نظراً لأهمية المرونة المالية في تحديد القرارات التمويلية والاستثمارية لمختلف الشركات. وبناء عليه، تطرح تساؤلات عدة عن طبيعة الأسواق المالية محل الدراسة، وطبيعة الشركات الصناعية المدرجة فيها، وفيما إذا كانت هذه الشركات تستفيد من المرونة المالية في مواجهة الفرص الاستثمارية المختلفة أم لا. هذه الأسئلة وغيرها ستحاول الدراسة الحالية الإجابة عليها في ضوء منهجية سيرد تفصيلها في الفصل التالي.

الفصل الثالث

الدراسة النظرية للجانب التطبيقي

تمهيد

يستند هذا الفصل إلى ما أفرزه الإطار النظري للدراسة ومجموعة الدراسات والأبحاث المرجعية السابقة التي تم الاطلاع عليها من نتائج نظرية، تؤكد على أهمية المرونة المالية وطبيعة العلاقة بينها وبين قدرة الشركة على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، وقد أسهمت هذه النتائج في صياغة الطريقة المناسبة لرسم الأسلوب المنهجي الذي يمكن اعتماده في البناء الهيكلي للدراسة. وعلى ما تقدم ولأغراض التكامل المنهجي، سيتم في هذا الفصل استعراض نموذج الدراسة وقياس المتغيرات وبيان المجتمع وعينته، والأساليب التي تم من خلالها جمع البيانات وتحليلها.

المبحث الاول: مجتمع الدراسة

سيتم التطرق في المبحث الاول الى مجتمع الدراسة، والتعريف بالأسواق المالية محل الدراسة، ثم محاولة تحديد أهم التطورات الاقتصادية والمالية العربية والخليجية، بالإضافة الى أداء الأسواق المالية العربية.

1-1 مجتمع الدراسة

ستشمل الدراسة الفترة ما بين (2010-2014)، وتعتبر فترة الدراسة فترة كافية للتحليل والدراسة. كما سيشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية التالية:

1. السوق المالية السعودية (تداول)
2. سوق عمّان المالي
3. سوق الكويت للأوراق المالية
4. البورصة المصرية
5. سوق العراق للأوراق المالية
6. سوق الامارات للأوراق المالية؛ وتضم: * سوق دبي للأوراق المالية
- * سوق أبوظبي للأوراق المالية
7. بورصة قطر

وذلك لفترة (2010-2014)، وهذا باستثناء الشركات في القطاع المالي والخدمي، وبالتالي بلغ عدد الشركات الصناعية في هذه الاسواق المالية حوالي 304 شركة، لكن نظرا لعدم توفر البيانات

لبعض الشركات وتعذر الحصول عليها، فقد تقلص حجم العينة إلى 280 شركة. وفيما يلي لمحة عن الأسواق المالية محل الدراسة:

1- السوق المالية السعودية:

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينات الميلادية عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وبحلول عام 1975 م كان هناك نحو 14 شركة مساهمة. وقد أدى النمو الاقتصادي السريع في السبعينات الميلادية إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة.

ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات الميلادية عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، إذ تم في عام 1984 تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تنظيم وتطوير السوق. وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تم تأسيس هيئة السوق المالية بتاريخ 2003/7/31 التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة.

وفي 2007/03/19 تم تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم شركة السوق المالية السعودية (تداول)، يأتي القرار تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة¹.

¹ www.tadawul.com.sa

أما بالنسبة لحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية، فهي موضحة في الجدول رقم (3-1).

جدول رقم (3-1)

تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-2014

| الفترة | عدد الأسهم | التغير (%) | حجم التداول (ريال) | حجم التداول (دولار) | التغير (%) |
|--------|----------------|------------|--------------------|---------------------|------------|
| 2010 | 34,237,365,810 | -41.97 | 759184484995.00 | 202446529332.00 | -39.94 |
| 2011 | 49,614,374,459 | 44.91 | 1098836028656.75 | 293022940975.13 | 44.74 |
| 2012 | 84,400,918,384 | 70.11 | 1929318274741.75 | 514484873264,46 | 75.58 |
| 2013 | 53,527,139,241 | -36.58 | 1369665791887.89 | 365244211170,10 | -29.01 |
| 2014 | 70,803,282,504 | 32.28 | 2146511896920.60 | 572403172512,16 | 56.72 |

المصدر: التقرير السنوي الإحصائي للسوق المالية السعودية (تداول) 2014 - الموقع الإلكتروني للسوق (www.tadawul.com.sa)

حيث بلغت القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2014 نحو 2146.51 مليار ريال أي ما يعادل 572.41 مليار دولار أمريكي، مقابل 1369.67 مليار ريال (365.25 مليار دولار أمريكي) للعام السابق بارتفاع بلغت نسبته 56.72%. بعد أن كانت لا تتعدى 759.18 مليار ريال خلا سنة 2010. أما اجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2014 فقد بلغ 70.80 مليار سهم مقابل 53.53 مليار سهم تم تداولها خلال العام السابق بارتفاع بلغت نسبته 32.28%، بعد أن كان عدد الأسهم المتداولة في السوق لا يتعدى 34.23 مليار سهم مطلع عام 2010. وهذا يبين أنه مع مرور الوقت فإن الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي تميل نحو التمويل عن طريق إصدار الأسهم أكثر فأكثر.

2- سوق عمان المالي:

تم تأسيس سوق عمان المالي سنة 1976 وتم الافتتاح رسمياً بتاريخ 1978/04/01 وقد صدر قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (23) لسنة 1997 ليوضح كافة القضايا المتعلقة بالسوق، ويفصل بين الدورين الرقابي والتشريعي من ناحية والجانب التنفيذي من ناحية أخرى، ونشأ عن ذلك إنشاء ثلاث مؤسسات منفصلة هي: بورصة عمان، هيئة الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية.

هيئة الأوراق المالية: تهدف إلى توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية، وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال، وحماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين فيها والجمهور من أي تعامل غير سليم.

مركز إيداع الأوراق المالية: يعتبر من أهم مؤسسات سوق رأس المال الذي يوكل إليه التعاون مع بورصة عمان، بهدف إيجاد مناخ ملائم للاستثمارات المالية وتخفيض كلفة الاستثمار ورفع كفاءة تسوية الأوراق المالية، كما يتولى توثيق عقود تنفيذ المعاملات بهدف حماية جمهور المتعاملين.

بورصة عمان: تولت بورصة عمان اعتباراً من 1999/03/11 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إدارياً ومالياً ولا تهدف إلى الربح، وكجهة وحيدة مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية¹.

أما بالنسبة لأحجام التداول في سوق عمان المالي، فهي موضحة في الجدول رقم (2-3).

¹ www.ase.com

جدول رقم (2-3)

تطور نشاط التداول في سوق عمان المالي خلال الفترة 2010-2014

| الفترة | عدد الأسهم | التغير (%) | حجم التداول (دينار أردني) | حجم التداول (دولار) | التغير (%) |
|--------|------------|------------|---------------------------|---------------------|------------|
| 2010 | 6988858431 | 16,00 | 6689987155 | 9435806988,71 | -30.80 |
| 2011 | 4072337760 | -41,70 | 2850252628 | 4020102437,23 | -57.40 |
| 2012 | 2384058415 | -41.50 | 1978813878 | 2790992775,74 | -30.60 |
| 2013 | 2705796950 | 13.50 | 3027255183 | 4269753431,59 | 53.00 |
| 2014 | 2321802789 | -14.20 | 2263404594 | 3192390118,47 | -25.20 |

المصدر: الموقع الإلكتروني لسوق عمان المالي (www.ase.com)

حيث انخفض حجم التداول بالأسهم عام 2010 من 6.689 مليار دينار أي ما يعادل 9.435 مليار دولار إلى حجم تداول مقداره 2.850 مليار دينار أي ما يعادل 4.02 مليار دولار لسنة 2011 وواصل الانخفاض الى أن بلغ 1.978 مليار دينار أي ما يعادل 2.8 مليار دولار سنة 2012، ثم ارتفع إلى 3.027 مليار دينار (4.270 مليار دولار) في سنة 2013 ليعود وينخفض خلال عام 2014 إلى نحو 2.263 مليار دينار أردني (3.192 مليار دولار). أما عدد الأسهم المتداولة في عام 2014 فقد انخفض إلى ما يقارب 2.5 مليار سهم بعد أن كان يقارب 7 مليار سهم سنة 2000. وهذا يبين أنه مع مرور الوقت فإن الشركات المدرجة في السوق المالي تبتعد عن التمويل عن طريق إصدار الأسهم أكثر فأكثر.

3- سوق الكويت للأوراق المالية:

عرف المستثمرون الكويتيون التداول في الأسهم مع إنشاء بنك الكويت الوطني في عام 1952 كأول شركة مساهمة كويتية. في العقود التالية أصدرت حكومة الكويت عدداً من القوانين والقواعد لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية، والتي بلغت ذروتها في عام 1983 مع صدور مرسوم أميري بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية، والذي كلف بمهام تنظيم أنشطة التداول ووضع ضوابط لها. وقد وصل السوق القيام بهذه المهام حتى موعد نقل مسؤولياته التنظيمية لهيئة أسواق المال، التي أنشئت بموجب القانون الجديد الذي دخل حيز التنفيذ في 28/02/2010¹.

كانت القيمة الرأسمالية للسوق ولا تزال تعد إحدى أكبر القيم في الأسواق العربية، مع إدراج ما يزيد عن 200 شركة تقدر قيمتها السوقية بأكثر من 100 مليار دولار، والتي تمثل نسبة تعادل 100% من الناتج المحلي الإجمالي؛ حيث كانت الكويت على الدوام رائدة بين الدول العربية على صعيد أنشطة الأوراق المالية:

✓ في 1995، طبقت البورصة أول نظام للتداول الإلكتروني.

✓ في 1998، تم إدخال السوق الآجل.

✓ في 2003، تم إدخال سوق البيوع المستقبلية.

✓ في 2003، بدأ التداول الإلكتروني.

✓ في 2005، تم تطبيق سوق الخيارات.

¹ www.kuwaitse.com

في أواخر عام 2009، وقع سوق الكويت للأوراق المالية عقد شراكة مع مجموعة ناسداك أو أم إكس، والذي بموجبه يتم تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد X-Stream، ونظام الرقابة الآلي SMARTS.

تشير التقديرات الأولية الى ان اجمالي الايرادات العامة للكويت خلال عام 2013-2014 قد بلغت 31.8 مليار دينار كويتي (113.5 مليار دولار) منها الايرادات النفطية وصلت 29.2 مليار دينار كويتي (104.2 مليار دولار) في حين وصلت الايرادات الغير نفطية 2.5 مليار دينار كويتي (9 مليار دولار). وبالرغم من انخفاض سعر النفط دوليا من النصف الثاني من 2014 حيث انخفاضا حاد وذلك لأسباب سياسية واقتصادية شملت الدول المنتجة للنفط والدول المستوردة له الا أن ذلك لم يؤثر في الموازنة العامة للدولة خلال السنة. ولكن اذا ما استمرت الاسعار في الانخفاض وخاصة أن الكويت تعتمد في دخلها القومي على انتاج النفط وتصديره لذا لا بد من الاتجاه نحو خلق مساهمات غير نفطية في الاقتصاد الوطني وتشجيع الاستثمار الأجنبي وخلق صناعات انتاجية لتحقيق المزيد من الانتعاش الاقتصادي للدولة.

وفيما يخص التداول في سوق الكويت للأوراق المالية، فهو مبين في الجدول رقم (3-3).

جدول رقم (3-3)

تطور نشاط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2014

| الفترة | عدد الأسهم | التغير (%) | حجم التداول (مليون دينار) | حجم التداول (دولار) | التغير (%) |
|--------|------------|------------|---------------------------|---------------------|------------|
| 2010 | 74,691,5 | -29.80 | 125263 | 436760808926,08 | 42.60 |
| 2011 | 38,423,0 | -48.60 | 60683 | 219865942028,98 | -51.60 |
| 2012 | 82,805,7 | 115.50 | 72159 | 257802786709,53 | 18.90 |
| 2013 | 129,921,3 | 56.90 | 113894 | 401600846262,34 | 57.80 |
| 2014 | 54,659,7 | -57.90 | 61757 | 220560714285,71 | -45.80 |

المصدر: التقرير السنوي لسوق الكويت للأوراق المالية 2014 - الموقع الإلكتروني للسوق (www.kuwaitse.com)

حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2014 نحو 546597 مليون سهم، مقابل 1299213 مليون سهم خلال العام السابق وهذا بانخفاض بلغت نسبته 57.9%. بالمقارنة مع 746915 مليون سهم بداية عام 2010. أما حجم التداول فقد عرف أيضا انخفاضا ملحوظا بعد أن بلغ 125263 مليون دينار أي ما يعادل 436760 مليون دولار) خلال عام 2010 إلى نحو 60683 مليون دينار (219865 مليون دولار) خلال عام 2011. بانخفاض بلغت نسبته 51.6%. ليرتفع مجددا خلال العام التالي ليصل نحو 113894 مليون دينار (401600 مليون دولار) عام 2013. وينخفض مجددا بنسبة 45.8% ليبلغ 61757 مليون دينار (220560 مليون دولار) خلال عام 2014.

4- البورصة المصرية:

تعتبر البورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات التي تم إنشائها في الشرق الأوسط، حيث تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر عندما تم إنشاء بورصة الاسكندرية في عام 1883 وتلتها بورصة القاهرة عام 1903.

في عام 2003 اعتمدت هيئة سوق المال الأمريكية البورصة المصرية كبورصة أوراق مالية مسجلة بالخارج، كما تم في نفس العام إطلاق مؤشر CASE30 ليحل محل مؤشر CASE50. وفي عام 2005 تم اتمام الربط الألى بين البورصة وشركة مصر للمقاصة كما بدأ العمل بنظام البيع والشراء في نفس الجلسة، وفي نفس العام تم قبول البورصة المصرية في الاتحاد العالمي للبورصات WFE. وفي عام 2006 نجحت البورصة في إدخال نظام التداول عبر الانترنت، كما شهد العام قيام شراكة استراتيجية بين البورصة المصرية وناسداك OMX من خلال التشارك في شركة مصر لنشر المعلومات. وفي عام 2007 تم إنشاء بورصة النيل للشركات المتوسطة والصغيرة. وفي عام 2008 تم إعادة تسمية بورصتي القاهرة والاسكندرية لتصبح البورصة المصرية. ومثلت تلك الفترة فترة ازدهار حقيقية للبورصة المصرية حيث كانت في أوج نشاطها وسط صعود قوى للمؤشرات متأثراً بالنمو الاقتصادي المحلى والعالمى في تلك المرحلة¹.

ولكن نشوء الأزمة العالمية وقيام ثورة 2011 في مصر أثر بشكل كبير على أداء البورصة المصرية حيث تراجعت أحجام التعاملات في السوق المصري بشكل ملحوظ خلال عامي 2011 و2012 وواجهت البورصة المصرية تحديات جديدة نتيجة العراك السياسي في تلك الفترة. ولكن هذا لم يثنى

¹ www.egx.com.eg

البورصة المصرية عن خطط التطوير والتحديث التي تقوم بها من أجل مواكبة التطورات السريعة والمتلاحقة في عالم سوق المال، فأطلقت في 2013 استراتيجية جديدة ومتكاملة تستهدف إعادة هيكلة السوق المصري وإعادته لمكانته الرائدة وسط الأسواق الناشئة. فتمكنت بذلك من تحقيق نتائج تفوق الأعوام السابقة. فعلى مستوى المؤشرات نجح السوق في تحقيق عائد يقترب من 32 % في المتوسط وفقا لمؤشر EGX30 وهو ما أهل السوق ليأتي كأحد أفضل الأسواق نموا على مستوى العالم وفقا لمؤشرات مورجان ستانلي (حسب التقرير السنوي للبورصة).

ويبين الجدول التالي رقم (3-4) تطور نشاط التداول في البورصة المصرية:

جدول رقم (3-4)

تطور نشاط التداول في البورصة المصرية خلال الفترة 2010-2014

| الفترة | عدد الأسهم | التغير (%) | حجم التداول (مليون جنيه) | حجم التداول (دولار) | التغير (%) |
|--------|------------|------------|--------------------------|---------------------|------------|
| 2010 | 33000 | -09.86 | 321000 | 56965394853,59 | -28.38 |
| 2011 | 18500 | -43.93 | 148000 | 24890682811,97 | -53.89 |
| 2012 | 34000 | 83.78 | 185000 | 30547712224,03 | 25.00 |
| 2013 | 29000 | -14.70 | 162000 | 25081281932,18 | -12.43 |
| 2014 | 57000 | 96.55 | 291000 | 41101694915,25 | 79.63 |

المصدر: التقرير السنوي للبورصة المصرية 2014 - الموقع الإلكتروني للبورصة (www.egx.com.eg)

ولم يكن الصعود من نصيب مؤشرا الاسعار فقط ولكن الالاهم هو ما تحقق على محور السيولة المتزايدة في السوق. حيث قفزت احجام التداول خلال عام 2014 إلى نحو 57 مليار ورقة مالية وهو أعلى مستوى تحقق للبورصة المصرية على مر تاريخها. وهو ضعف المتحقق في 2013.

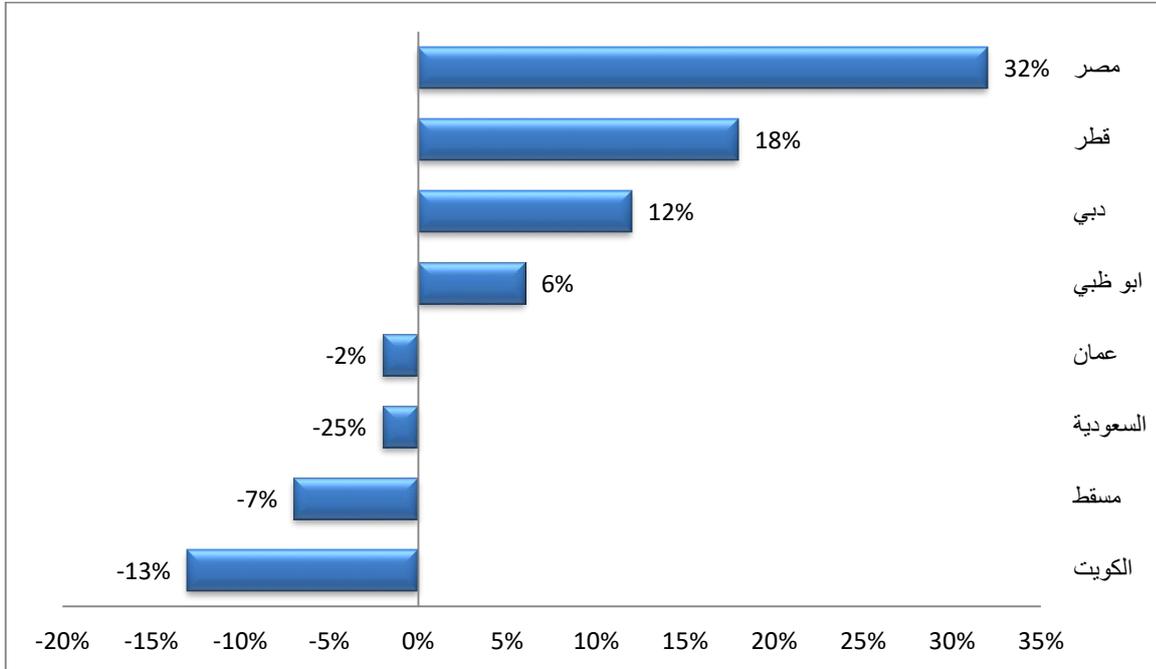
ويقترب من المتحقق في 2012-2013 مجتمعتين. والأهم أنه للمرة الأولى يزيد عن ضعف كميات التداول المحققة قبل الأزمة العالمية وهي أعلى مستويات حققتها البورصة سابقا. وإن كانت قيمة التداولات لم ترق إلى نفس المستوى التاريخي الذي بلغته احجام التداولات. حيث سجلت قيمة التداول في الأسهم فقط بعد استبعاد الصفقات ما يزيد عن 189 مليار جنيهه (26.7 مليار دولار). ولكن مع ذلك يضل أعلى مستوى لقيم التعاملات منذ 2010 ويزيد بأكثر من 102 مليار جنيهه (15.8 مليار دولار) عن قيم التعاملات المحققة في 2013. ويساوي اجمالي قيم التداول المنفذة في 2012-2013 مجتمعة وعلى محور عدد العمليات فقد قفزت إلى ما يزيد عن 7.3 مليون عملية وهو أيضا أعلى مستوى للتعاملات منذ 2010. وشهد السوق عدة جلسات ملياريه خلال العام كما جاء في التقرير السنوي للبورصة (حسب التقرير السنوي للبورصة).

أما بالنسبة للأداء، فالشكل الشكل رقم (1-3) يبين أداء مؤشرات البورصات العربية خلال

عام 2014، ومن بينها البورصة المصرية.

شكل رقم (1-3)

أداء مؤشرات البورصات العربية خلال عام 2014



المصدر: التقرير السنوي للبورصة المصرية

حيث سجلت البورصة المصرية أداء جيد مقارنة بأداء الأسواق الأخرى خلال عام 2014 وذلك بالرغم من الظروف الصعبة سواء الاقتصادية أو السياسة التي شهدتها خلال العام. فوفقاً لمؤشر مؤسسة مورجان ستانلي للسعر (MSCI Price Index-IMI) فقد تصدرت البورصة المصرية والهند كافة الأسواق الناشئة خلال 2014. بارتفاع يزيد عن 25%. كما حافظت على نفس الأداء القوي وفقاً لمؤشرات ستاندرد اند بورز. كما استطاعت البورصة المصرية ان تتصدر كافة الأسواق العربية خلال عام 2014. بارتفاع قدره 32%. وبفارق كبير عن اقرب البورصات القريبة إليها. وذلك بالرغم من موجة التراجعات الحادة التي شهدتها جميع البورصات العربية في نهاية العام. وذلك عقب انخفاض اسعار النفط.

5- سوق العراق للأوراق المالية

تأسس سوق العراق للأوراق المالية في 2004/04/18 وافتتح رسمياً في 2004/06/24. وهو عبارة عن مؤسسة ذاتية التنظيم مستقل إدارياً ومالياً لا يستهدف الربح تعود ملكيته للأعضاء. خاضع لرقابة هيئة الأوراق المالية ويعمل وفقاً للتعليمات والقواعد الصادرة عنها بالإضافة إلى النظام الداخلي. شهدت آليات التداول والتعليمات والقواعد فترتين من النشاط:

1- فترة التداول اليدوي حزيران 2004 - نيسان 2009: نظمت أول جلسة تداول في سوق العراق للأوراق المالية بتاريخ 24 حزيران 2004 باليات وقواعد التداول اليدوي.

2- فترة التداول الإلكتروني منذ نيسان 2009: انتقل التداول في سوق العراق للأوراق المالية اعتباراً من جلسة 19-04-2009 إلى التداول الإلكتروني واستبدلت اللوحات البلاستيكية بمحطات التداول الإلكتروني. وأصبح عدد الجلسات خمسة جلسات أسبوعياً اعتباراً من 01-11-2009 وأصبحت عملية نقل الملكية تتم في نفس اليوم. الأمر الذي انعكس على تطور وتغير مؤشرات التداول إيجابياً بفعل سرعة دوران الأسهم وفقاً لمبادئ السوق الاقتصادية¹.

ويهدف السوق إلى تحقيق ما يلي:

- تنظيم وتدريب أعضائه والشركات المدرجة في السوق بطريقة تتناسب مع هدف حماية المستثمرين وتعزيز ثقة المستثمرين به.
- تعزيز مصالح المستثمرين بسوق حرة يوثق بها امينة ، فعالة ، تنافسية وتتسم بالشفافية.

¹ www.isx-iq.net

- تنظيم وتبسيط تعاملات الاوراق المالية بصورة عادلة وفعالة ومنتظمة وبضمنها عمليات المقاصة والتسوية لهذه التعاملات.
- تنظيم تعاملات اعضائه بكل ما له صلة بشراء وبيع الاوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الاطراف ووسائل حماية مصالحهم المشروعة.
- تطوير سوق المال في العراق بما يخدم الاقتصاد الوطني ومساعدة الشركات في بناء رؤوس الاموال اللازمة للاستثمار.
- توعية المستثمرين العراقيين وغير العراقيين بشأن فرص الاستثمار في السوق.
- جمع وتحليل ونشر الاحصاءات والمعلومات الضرورية لتحقيق الاهداف المنصوص عليها التواصل مع اسواق الاوراق المالية في العالم العربي والاسواق العالمية بهدف تطوير السوق.
- ويبين الجدول (3-5) تطور نشاط التداول في سوق العراق للأوراق المالية.

جدول رقم (3-5)

تطور نشاط التداول في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2014

| الفترة | عدد الأسهم | التغير (%) | حجم التداول (مليون دينار) | حجم التداول (دولار) | التغير (%) |
|--------|------------|------------|---------------------------|---------------------|------------|
| 2010 | 255000 | | 400000 | 341880341,88 | |
| 2011 | 492000 | 92.94 | 941000 | 804273504,27 | 135.25 |
| 2012 | 626000 | 27.23 | 894000 | 766612071,99 | -04.99 |
| 2013 | 876000 | 39.93 | 2845000 | 2439965694,68 | 218.23 |
| 2014 | 746000 | 14.84 | 901000 | 772727272,72 | -06.83 |

المصدر: التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية 2014 - الموقع الإلكتروني للسوق www.isx-iq.net

حيث بلغ حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية خلال عام 2011 نحو 941 مليار دينار أي ما يعادل 804 مليون دولار مقابل 400 مليار دينار فقط في العام السابق (341 مليون دولار)، وبقي على نفس الوتيرة إلى أن بلغ 2845 مليار دينار (244 مليون دولار) خلال عام 2013 وهي أعلى نسبة وصل إليها حجم التداول في الخمس سنوات الأخيرة، انخفض بعدها بنسبة 6.83 % ليبلغ 901 مليار دينار (772 مليون دولار) فقط خلال عام 2014. أما عدد الأسهم المتداولة فقد بلغ 746 مليار سهم خلال عام 2014 مقابل 255 مليار سهم في 2010.

6- سوق الإمارات للأوراق المالية

نص القانون الاتحادي رقم (4) لعام 2000 على إنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، وشرعت الهيئة فور إصدار القانون في وضع هيكلها الإدارية والفنية والأخذ بزمam المبادرة فيما يتعلق بإنشاء سوق الإمارات للأوراق المالية. ونظراً لوجود سوقي أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي عملت الهيئة على تحقيق ربط إلكتروني بين السوقيين، وذلك من خلال تدشين شاشة سوق الإمارات للأوراق المالية وإصدار مؤشر يومي يعبر عن التداولات التي تجري على أسهم الشركات المدرجة بالسوقيين معاً، أطلق عليه اسم مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية كما يعرف كذلك باسم مؤشر هيئة الأوراق المالية والسلع الذي يعد في الوقت الحاضر المؤشر الرسمي لدولة الإمارات العربية المتحدة. وتقوم الهيئة سنوياً بإصدار تقرير مطبوع عن أداء سوق الإمارات للأوراق المالية يتضمن كافة البيانات الخاصة بالسوق¹.

¹ www.esm.sca.ae

سوق دبي المالي:

نجح سوق دبي المالي سريعاً في الوصول إلى مكانة رائدة على المستوى الإقليمي. وقد عززت الجهود الاستراتيجية المتوالية للسوق عبر نشر أفضل الممارسات العالمية مكانة دبي كمركز للتميز على المستوى الإقليمي، ورسخت وضعيتها الإمارة الرائدة في قطاع أسواق المال، من خلال الحرص على تبني أفضل الممارسات بما يلبي الاحتياجات المتزايدة للمستثمرين المحليين والعالميين¹

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 14 لعام 2000 ، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000. وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم، وتم طرح نسبة 20 % من رأسمال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام. وقد شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم. وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM).

- يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط
- كما أن سوق دبي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها.
- يخضع سوق دبي المالي تنظيمياً لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل سوق دبي المالي.

¹ www.dfm.ae

➤ يتعاون سوق دبي المالي بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول عبر مبادرات عديدة مثل التداول بالهامش وآلية التسليم مقابل الدفع (DVP)

ويعتبر أول سوق مالي إقليمي يدمج عملياته، حيث أنجز سوق دبي المالي بنجاح في العام 2010 ، تكامل العمليات مع ناسداك دبي بهدف إيجاد قوة حيوية في أسواق رأس المال في المنطقة. وقد سهلت تلك العملية وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد مما يتيح للمستثمرين التداول بسلاسة عبر البورصتين. وبالرغم من ذلك تحافظ البورصتان على العمل تحت مظلتين تنظيميتين مختلفتين، حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع، وناسداك دبي لسلطة دبي للخدمات المالية.

سوق أبو ظبي للأوراق المالية

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15. ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل و إحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات ، وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة ، والمساهمة في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي. وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم

مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات، وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000¹.

يبين الجدول رقم (3-6) تطور نشاط التداول في سوق الإمارات للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2014.

جدول رقم (3-6)

تطور نشاط التداول في سوق الإمارات للأوراق المالية خلال الفترة 2010-2014

| الفترة | عدد الأسهم | التغير (%) | حجم التداول (درهم) | حجم التداول (دولار) | التغير (%) |
|--------|-----------------|------------|--------------------|---------------------|------------|
| 2010 | 56,003,360,875 | -62.23 | 103804933675 | 28265468665,75 | -57.36 |
| 2011 | 40,995,866,992 | -26.79 | 56819194126 | 15471530054,73 | -45.26 |
| 2012 | 56,858,376,402 | 38.69 | 70705517247 | 19252693600,27 | 24.43 |
| 2013 | 178,682,361,983 | 214.25 | 244504710417 | 66577184592,78 | 245.80 |
| 2014 | 217,895,212,945 | 21.94 | 525955281277 | 143214508176,17 | 115.11 |

المصدر: التقرير السنوي لسوق الإمارات للأوراق المالية 2014 - الموقع الإلكتروني للسوق (www.esm.sca.ae)

حيث عرف حجم التداول في سوق الإمارات للأوراق المالية ارتفاعاً ملحوظاً في الخمس سنوات الأخيرة، حيث بلغ نحو 525 مليار درهم أي ما يعادل 143 مليار دولار خلال عام 2014 مقابل ما يقارب 103 مليار درهم (28 مليار دولار) فقط خلال عام 2010. كما نلاحظ أيضاً من

¹ www.adx.ae

خلال الجدول رقم (6-3) أن عدد الأسهم المتداولة في السوق ارتفع خلال نفس الفترة من 56 مليار سهم بداية 2010 إلى حوالي 220 مليار سهم نهاية 2014.

7- بورصة قطر:

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995 وبدأت عملها رسمياً في عام 1997 ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحدة من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج. وفي 2009، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة استراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقاً لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة.

تخضع بورصة قطر لأنظمة هيئة قطر للأسواق المالية. وهي هيئة رقابية مستقلة تختص بالإشراف على سوق رأس المال القطري. في 14 سبتمبر 2005 صدر القانون رقم (33) لسنة 2005 والذي يقتضي بإنشاء كل من هيئة قطر للأسواق المالية وشركة سوق الدوحة للأوراق المالية. وفي 3 إبريل 2005 صدر قانون بتعديل بعض أحكام القانون رقم (13) لسنة 2000 والخاص بتنظيم استثمار رأس المال الأجنبي في النشاط الاقتصادي، حيث أجاز القانون للمستثمرين غير القطريين تملك نسبة لا تزيد عن 25% من أسهم شركات المساهمة القطرية المطروحة للتداول¹.

ويبين الجدول رقم (7-3) تطور نشاط التداول في بورصة قطر خلال الفترة 2010-2014.

¹ www.qe.com.qa

جدول رقم (7-3)

تطور نشاط التداول في بورصة قطر خلال الفترة 2010-2014

| الفترة | عدد الأسهم | التغير (%) | حجم التداول (ريال قطري) | حجم التداول (دولار) | التغير (%) |
|--------|---------------|------------|-------------------------|---------------------|------------|
| 2010 | 2,094,391,542 | -39.29 | 67.185.287.877 | 18457496669,50 | -27.10 |
| 2011 | 2,302,769,616 | 09.94 | 86419417460 | 23741598203,29 | 28.62 |
| 2012 | 2,428,190,041 | 05.44 | 70673865500 | 19415897115,38 | -18.21 |
| 2013 | 1,937,534,283 | -20.20 | 74886053776 | 20573091696,70 | 05.96 |
| 2014 | 4,439,856,747 | 129.14 | 199292756279 | 54750757219,50 | 166.12 |

المصدر: التقرير السنوي لبورصة قطر 2014 - الموقع الإلكتروني للبورصة (www.qe.com.qa)

وفيما يتعلق بأحجام التداول في البورصة؛ فقد بلغ نهاية عام 2014 نحو 199 مليار ريال قطري أي ما يعادل 54 مليار دولار بارتفاع فاقت نسبته 166 % مقارنة بالسنة الماضية حيث بلغ 74 مليار ريال فقط أي ما يعادل 20 مليار دولار و67 مليار ريال قطري (18 مليار دولار) خلال عام 2010. أما عدد الأسهم المتداولة فقد عرف ارتفاعا ملحوظا فبعد ان كان عدد الأسهم المتداولة في بداية عام 2010 نحو 2 مليار سهم، ارتفعت خلال الخمس سنوات التالية لتصل إلى أكثر من الضعف (4.5 مليار سهم تقريبا).

1-2 التطورات الاقتصادية والمالية العربية والخليجية

فيما يلي سيتم التطرق إلى أهم التطورات الاقتصادية والمالية فيما يخص الاقتصاد الخليجي و الاقتصاد العربي ككل.

1- الاقتصاد العربي:

اشار تقرير صندوق النقد العربي حسب التقرير السنوي للكويت، الى ان معدل النمو الناتج القومي للدول العربية قد بلغ نحو 2.5 % خلال عام 2014 مقارنة بالنسبة 2.7 % عام 2013، كما سجلت معظم اقتصاديات الدول العربية اتجاهات تصاعدية لمعدلات التضخم بلغت نحو 8.3 % في اسعار السلع الاستهلاكية نظرا لارتفاع حجم الطلب المحلي وزيادة الواردات.

ومازالت بعض الدول العربية تعاني من حروب وازمات سياسية تعصف بالمجتمعات البشرية وترفع اقتصادها الى لهاوية والى مزيد من الأضرار البشرية والمادية لمجتمعاتنا العربية والاسلامية. ويذكر أن بعض الدول العربية تعتمد اعتمادا كاملا على مورد النفط كأساس للناتج القومي، فمع انهيار أسعار النفط عالميا حيث قدرت ما نسبته 40 % من قيمة أسعار النفط قد هبطت مما لاشك قد يؤثر على موازنة العام للدول فالجزائر تحاول الضغط على منظمة الأوبك لخفض الانتاج وتقليل الفائض في محاولة لوقف تدهور أسعار النفط في حين بعض الدول العربية والخليجية ترفض هذا الضغط لما قد يسبب أزمة ميزانياتها لاعتمادها الرئيسي للدخل مما ينتج عنه انخفاض في معدل الناتج القومي.

أما في منطقة الخليج العربي يذكر ان معدل الناتج المحلي لدول مجلس التعاون قد وصل بما نسبته 4.4 % مرتفعا عن عام 2014 في حين وصل معدل التضخم مقارنة بالعام الماضي 2.8 %.

2- الاقتصاد الخليجي:

يذكر ان معدل الناتج المحلي لدول مجلس التعاون قد ارتفع بنسبة 4.4% عن عام 2013، وقد ارتفع معدل التضخم إلى ما نسبته 2.8 % خلال نفس العام، ولكن كان هناك تباطؤ في معدل النمو الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليجي بالرغم من محاولات الدول الخليجية في ضبط انتاجها النفطي وأسعاره لكون الإيرادات النفطية هي المصدر الأساسي للناتج القومي.

وقد بلغت الميزانية العامة للسعودية خلال 2014 نحو 855 مليار ريال (228 مليار دولار) وانخفضت المصروفات المقدره عما تم انفاقه نحو 70 مليار ريال (18.6 مليار دولار). أما دولة الامارات العربية فقد وصلت الميزانية نحو 140 مليار درهم (38 مليار دولار) وفي دولة قطر بلغت 62 مليار دولار.

ويذكر أن دول الخليج تستنزف اغلب إيراداتها على الانفاق الحكومي في جميع مجالاته، حيث ان هناك الكثير من المشاريع التنموية التي تخدم شعوبها كما تسعى دول المنطقة إلى مساعدة اشقائها العرب في اضطراباتهم السياسية ودعمها نحو الاستقرار السياسي وضخ المزيد من المساعدات المالية لانعاش الدول العربية والاسلامية اقتصاديا.

3- أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2014:

شهدت أسواق المال العربية خلال عام 2014 تغيراً يميل إلى الانخفاض والارتفاع، والجدول رقم (3-9) يظهر تطور مؤشرات تداول الأسواق العربية خلال 2014.

جدول رقم (3-9)

نشاط التداول للبورصات العربية في 2014

| السوق | عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم) | الحجم النسبي (%) | قيمة الأسهم المتداولة (مليون دولار) | الحجم النسبي (%) |
|----------|-------------------------------------|---------------------|--|---------------------|
| أبو ظبي | 58522.2 | 14.30 | 39597.8 | 04.90 |
| عمان | 2109.4 | 00.50 | 2919.2 | 36.00 |
| الدوحة | 4248.4 | 01.04 | 52468.3 | 06.50 |
| دبي | 158898.2 | 38.80 | 102614.1 | 12.70 |
| مصر | 54227.6 | 13.30 | 27980.7 | 03.50 |
| الكويت | 54659.7 | 13.40 | 6175.7 | 00.77 |
| مسقط | 6411.1 | 01.60 | 5628.0 | 00.71 |
| السعودية | 68420.6 | 16.70 | 561198.2 | 69.60 |

المصدر: التقرير السنوي لصندوق النقد العربي

حيث ارتفعت كمية التداول بمعدل يفوق 1.62 % لتبلغ تداولات العام 2014 نحو 409387

مليون سهم، بقيمة نقدية تعادل 806822 مليون دولار، كما انخفضت القيمة السوقية بنسبة 5.55 % لتصل إلى 1161345 مليون دولار.

أما معدلات التداول فقد انخفضت بدورها بنسبة قاربت 17.9 % بالنسبة لمعدلات التداول

من حيث الكمية ليلعب هذا المعدل نحو 1662.9 مليون سهم يومياً.

المبحث الثاني: نموذج الدراسة

سنحاول في هذا المبحث التعرف على مصادر جمع البيانات المستعملة لغايات التحليل الإحصائي، وكذا تقدير نموذج الدراسة.

1-2 مصادر جمع البيانات

اعتمدت هذه الدراسة على أسلوب تحليل البيانات المدمجة Panel Data Analysis وهذا النوع من التحليل، يحتوي على خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، ويتميز بأنه يقلل بعض مشاكل التحليل، كمشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity). بحيث يخفض الارتباط بين المتغيرات المستقلة، كما يرفع من درجات الحرية. بالإضافة إلى ذلك فإن استخدام تحليل البيانات المدمجة يحسن كفاءة المعاملات المقاسة ويزيد من كفاءة التقديرات. كما يسمح بالتحكم أكثر بالمتغيرات التي يصعب ملاحظتها أو قياسها، أو المتغيرات التي تتغير عبر الزمن. كما يسمح بتضمين متغيرات على عدة مستويات مختلفة من التحليل كي تناسب مختلف النماذج الإحصائية. ولتحقيق أهداف الدراسة، فقد تم الحصول على البيانات المستخدمة لغايات التحليل الإحصائي من المصادر التالية:

- التقارير السنوية (الميزانية وقائمة الدخل) للشركات الصناعية عينة الدراسة، وذلك من سنة 2010 إلى سنة 2014.
- دليل الشركات المساهمة الصادر عن الاسواق المالية مح الدراسة للحصول على القوائم المالية لبعض للشركات.
- موقع مباشر للأسواق المالية العربية والمعلومات والبيانات الإحصائية.

(www.mubasher.info)

➤ موقع ارقام الاستثمارية لمتابعة الاسواق المالية والمعلومات والبيانات الاحصائية.

(www.argaam.com)

ومن اجل الحصول على متغيرات الدراسة واجراء التحليل المناسب، استوجب توفر الشروط

التالية لتضمين الشركة في عينة الدراسة:

➤ أن تكون الشركة قد استمرت في العمل من العام 2010 وحتى عام 2014.

➤ أن لا تكون موقوفة او قد اوقفت عن التداول.

➤ أن تتوفر البيانات المالية اللازمة عن الشركات محل الدراسة خلال طول فترة الدراسة لقياس

متغيرات الدراسة.

نظرا لاختلاف وحدات القياس بين الشركات والأسواق المالية محل الدراسة، فانه يجب توحيد

هذه الوحدات أي توحيد أسعار صرف العملات المختلفة إلى عملة موحدة (الدولار الأمريكي)،

والجدول التالي يبين لأسعار الصرف للعملات المختلفة (لأسواق المالية محل الدراسة) مقابل الدولار

الأمريكي للفترة 2010-2014.

جدول رقم (10-3)

اسعار صرف وحدات العملات العربية مقابل الدولار الأمريكي متوسط الفترة 2010-2014

| الدولة | العملة الوطنية | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| الأردن | دينار | 0.7090 | 0.7090 | 0.7090 | 0.7090 | 0.7090 |
| الإمارات | درهم | 3.6725 | 3.6725 | 3.6725 | 3.6725 | 3.6725 |
| السعودية | ريال | 3.7500 | 3.7500 | 3.7500 | 3.7500 | 3.7500 |
| العراق | دينار | 1170.00 | 1170.00 | 1166.17 | 1166.00 | 1166.00 |
| قطر | ريال | 3.6400 | 3.6400 | 3.6400 | 3.6400 | 3.6400 |
| الكويت | دينار | 0.2868 | 0.2760 | 0.2799 | 0.2836 | 0.2800 |
| مصر | جنيه | 5.6350 | 5.9460 | 6.0561 | 6.4590 | 7.0800 |

المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الصادر سنة 2014 (البيانات للفترة 2010-2013). والبنك الدولي لسنة 2014.

2-2 نموذج الدراسة

أثبتت العديد من الدراسات السابقة أن المحدد الأساسي لقرارات الرفع المالي في الشركة، هو الرغبة بالاحتفاظ بالمرونة المالية. إلا أنه لا يوجد مقياس محدد لهذه المرونة لكونها عنصر غير ملموس يعتمد في الأساس على تقييم المديرين لخيارات النمو المستقبلية، وبالتالي فإن هذا العامل سيكون في بواقي النموذج (Residual of Model) أين سيتم إنشاء انحرافات منهجية (Systematic Deviation) بين الرافعة المالية الملاحظة والمقدرة. وبالتالي ستستخدم الانحرافات من الرافعة المالية المقدرة لتقدير تأثير المرونة المالية بشكل غير مباشر.

لتقدير سلوك الشركة المستهدف؛ كخطوة أولى ستقوم الدراسة بتعريف الشركات التي تتمتع برافعة مالية معتدلة باستخدام النموذج التالي، الذي يتضمن مجموعة من المتغيرات كمحددات محتملة

لرافعة المالية (كما جاء في العديد من الدراسات). وبالتالي ستقوم الدراسة بتقدير النموذج التالي لكل دولة على حدى:

$$\text{Lev}_{i;t} = \beta_0 \text{Lev}_{i;t-1} + \beta_1 \text{Prof}_i + \beta_2 \text{Cash}_{i;t} + \beta_3 \text{Size}_{i;t} \\ + \beta_4 \text{Dep}_{i;t} + \beta_5 \text{Tang}_{i;t} + \varepsilon$$

المتغيرات الضابطة تشمل: نمو المبيعات، الحجم، الملموسية، الربحية، الضريبة، والنقد الذي سيستخدم لمراقبة العوامل الأخرى التي قد تسمح للشركة بالاحتفاظ بالمرونة المالية.

وبناء على هذا النموذج سيتم حساب معدل الرافعة المالية المتوقع لكل مؤسسة ضمن عينة البحث، ثم نقوم بمقارنة هذه القيم المتوقعة بالقيم الحقيقية، وكنتيجة تعرف الشركة على أنها ذات رافعة مالية منخفضة إذا كانت تظهر انحراف سلبى بين الرافعة المالية الفعلية والمتوقعة (وهذه الانحرافات تعبر على أثر المرونة المالية).

انطلاقاً من فرضية وجود معوقات السوق، فإن الشركات التي من المتوقع أن تواجه خيارات قيمة للنمو في المستقبل قد تستجيب من خلال انتهاج سياسة رفع مالي منخفضة لعدد من السنوات. نلاحظ كما جاء في (Myers 1984)¹ أن احتياطي قوة الاقتراض سيمكن الشركات المرنة مالياً من رفع أو زيادة الأموال الخارجية والاستثمار أكثر في السنوات التي تلي اتباع سياسة مالية محافظة أو معتدلة (Conservative).

¹ Myers, C. Stewart. 1984. "The Capital Structure Puzzle." Op cit

لهذا الغرض ستستخدم الدراسة نموذج للاستثمار، والذي يشمل كل من الانفاق الرأسمالي؛ نمو المبيعات والتدفقات النقدية في بداية السنة، إضافة إلى المتغير الوهمي للمرونة المالية (FF)، ويتم استعمال التداخل أو التفاعل (Interaction) بين هذا المتغير الوهمي والتدفقات النقدية لاختبار فيما إذا كانت الشركات المرنة ماليا تملك القدرة لتعزيز استثماراتها وحساسية أقل للاستثمار تجاه التدفقات النقدية. ولهذا الغرض سيتم تقدير نموذج الاستثمار التالي على كامل عينة الدراسة:

$$\begin{aligned} Ce_{i,t} = & y_1 Ce_{i,t-1} + y_2 CashFlow_{i,t-1} + y_3 Sales_{i,t} + y_4 FF_{i,t} \\ & + y_5 FF_{i,t} * CashFlow_{i,t-1} + n_i + n_t + v_{i,t} \end{aligned}$$

وتستخدم تقنية (GMM method) للسيطرة والتحكم في العوامل الداخلية (Endogeneity) والعوامل الثابتة.

المبحث الثالث: متغيرات الدراسة وأساليب تحليل البيانات

سنحاول في هذا المبحث التعرف على متغيرات الدراسة وطرق حسابها و أساليب تحليل البيانات التي تم الاعتماد عليها لتقدير معادلات النموذج التي تتلاءم ونوع البيانات المستخدمة في هذه الدراسة.

3-1 متغيرات الدراسة:

يتكون نموذج الدراسة من مجموعة من المتغيرات، وسيتم تعريف كل منها في ما يلي:

المتغيرات التابعة:

الإنفاق الرأسمالي (Ce):

يمثل نسبة الإنفاق الرأسمالي إلى رأس مال بداية السنة، يتم حساب الإنفاق الرأسمالي (CE) بجمع التغير السنوي في صافي مجموع الأصول الثابتة + الإهلاك. بالنسبة إلى مجموع رأس المال (Capital Stock). تتوقع نظرية ترتيب أولويات التمويل أن تكون العلاقة بين الإنفاق الرأسمالي والرصيد النقدي للشركة علاقة سالبة، لأن نفقات الشركة تأتي عادة من الرصيد النقدي الذي بحوزتها. أما نظرية المقايضة، فترى أن العلاقة بين المتغيرين علاقة موجبة، وذلك لأن الشركات التي لديها نفقات رأسمالية كبيرة تحتفظ بالنقدية كدرع ضد تكاليف المعاملات المتعلقة برأس المال الخارجي وتكلفة الفرصة البديلة. وفي هذا السياق فإن النفقات الرأسمالية قد تؤدي إلى زيادة قدرة الشركة على الاستدانة، وبالتالي تقليل الطلب على النقد، وذلك لأن النفقات الرأسمالية تساعد الشركة في الحصول على الأصول التي يمكن أن تستخدم كضمان للدين.

المتغيرات المستقلة:

- المبيعات (Sales): نسبة نمو المبيعات السنوية للشركة.
- المرونة المالية (FF): متغير وهمي للمرونة المالية يساوي 1 عند ملاحظة على الأقل 4 أو 5 فترات متتالية تحتفظ فيها الشركة برافعة مالية منخفضة.
- التدفق النقدي (Cashflow): نسبة الأرباح التشغيلية قبل الضرائب، الفوائد وأرباح الأسهم الممتازة، بالإضافة إلى اهتلاك الأصول الثابتة. بالنسبة إلى مخزون رأس المال بداية السنة $K_{i,t-1}$.
- الرافعة المالية (Lev): ليس هناك اتفاق تام في الأدبيات المالية على طريقة حساب نسبة الرافعة المالية (نسبة المديونية)، فتبني طريقة دون غيرها يرجع بالأساس إلى الهدف المراد تحقيقه من التحليل، إلا أنه يمكن تلخيص الطرق الثلاث الأكثر شيوعاً لحساب نسبة الرافعة المالية في ما يلي:
- طريقة المجموع الإجمالي: حيث أن نسبة الرافعة المالية، حسب هذه الطريقة، هي مجموع الالتزامات بجميع أنواعها، مقسوماً على مجموع الأصول.
- نسبة القرض إلى مجموع الأصول: حيث يعبر عن نسبة الرافعة المالية بمجموع القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل - دون حساب الالتزامات الأخرى - مقسمة على مجموع الأصول.
- نسبة القروض إلى رأس المال: و تساوي نسبة الرافعة المالية حسب هذه الطريقة إلى مجموع القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل مقسومة على رأس المال، ويعرف رأس المال حسب هذه الطريقة بأنه مجموع القروض قصيرة الأجل و طويلة الأجل مضافة إلى حقوق الملكية.

وسيتيم التعبير عن نسبة الرافعة المالية بمجموع الالتزامات إلى مجموع الأصول في هذه الدراسة حسب الطريقة الأولى.

- **الرصيد النقدي (Cash):** يمثل حجم النقد الذي بحوزة الشركة نسبة إلى إجمالي أصولها

مؤشرا آخر للمرونة المالية. إذ يؤثر حجم الرصيد النقدي الذي تحتفظ به الشركة على المرونة المالية¹، وهنا يرى (DeAngelo)² أن الشركات المتطورة تحتفظ بأرصدة نقدية أكبر بالمقارنة مع الشركات الناضجة، لأن التدفقات التشغيلية القليلة لهذه الشركات لا تكفي لتغطية استثماراتها المربحة وبالمقابل تحتفظ هذه الشركات برافعة مالية منخفضة. ويوافقه في ذلك (Byoun)³ الذي يرى أن الشركات التي تمتلك فرص نمو أكبر مصحوبة مع تدفقات نقدية كبيرة ومحدودية فرص الوصول إلى أسواق رأس المال تحتفظ بأرصدة نقدية أكبر. لكن بما أن الاحتفاظ بالمرونة المالية من خلال الاحتفاظ بأرصدة نقدية أكثر تكلفة، فإن الشركات لن ترغب بالاحتفاظ بقدر كبير من النقد إلا إذا كان ضروريا للتعامل مع الحالات المالية الطارئة في المستقبل.

- **حجم الشركة (Size):** هناك عدة بدائل شائعة الاستخدام في أدبيات الإدارة المالية للتعبير

عن حجم الشركة هي: مجموع أصول الشركة، والمبيعات السنوية. وتماشيا مع الدراسات السابقة فسوف يتم التعبير عن حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة. وتأتي أهمية حجم الشركة من أحد أهم محددات هيكل رأس المال، بحيث كلما زاد حجم الشركة أصبحت أكثر تنوعا وأقل تذبذبا في عوائدها السنوية، مما يؤدي إلى انخفاض المخاطر المالية المرتبطة بها، وبالتالي زيادة قدرتها على تحمل نسبة مديونية مرتفعة في هيكل رأسمالها أكثر من الشركات ذات الحجم الأقل.

¹ Clark, B . Op cit

² De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. Op cit

³ Byoun, S. Op cit

- الأصول الثابتة (FA): تأتي أهمية هذا العامل من أن هيكل الأصول يلعب دورا هاما في قرار تمويل الشركة، حيث أن زيادة نسبة الأصول الثابتة في الشركة تؤدي إلى زيادة القيمة التصفوية فيها، الأمر الذي يستخدم لتحسين وضع الشركة التفاوضي للحصول على قروض بتكاليف أقل، حيث أن الأصول الثابتة يمكن استخدامها كضمان للقروض الخارجية.

- الإهلاك والإطفاء (Dep): من المتوقع أن تؤثر قيمة الإهلاكات والإطفاءات عكسيا على الرافعة المالية للشركة، حيث أن الزيادة في قيمة الإهلاك تمنح الشركة غطاء ضريبيا، وبالتالي تكون غير مضطرة لاستخدام الدين لهذه الغاية¹.

جميع متغيرات الدراسة ملخصة في الجدول رقم (2-4):

¹ Byoun, S. op cit

جدول رقم (11-3)

ملخص لمتغيرات الدراسة وطرق حسابها

| رمز المتغير | اسم المتغير | كيفية حساب المتغير |
|----------------------|----------------------------|--|
| Leverage (Lev) | الرافعة المالية | مجموع الديون (ديون طويلة الأجل + الخصوم الجارية) مقسوم على اجمالي الأصول. |
| Sales growth (Sale) | نمو المبيعات | نسبة نمو المبيعات السنوية للشركة (التغير في المبيعات نسبة الى اجمالي مبيعات السنة السابقة). |
| Size | حجم الشركة | لوغاريتم اجمالي أصول الشركة. |
| Tangibility (Tang) | الملموسية | نسبة الأصول الملموسة الثابتة إلى اجمالي الأصول. |
| Profitability (Prof) | الربحية | نسبة العائد قبل اقتطاع الفائدة، الإهلاك والضريبة إلى اجمالي أصول الشركة. |
| Dep | الإهلاك | نسبة الإهلاك إلى اجمالي أصول الشركة. |
| Tax | الضريبة | نسبة الضرائب الإجمالية إلى اجمالي أصول الشركة. |
| Cash | النقدية | نسبة النقد وشبه النقد إلى إجمالي أصول الشركة. |
| Age | عمر الشركة | عدد السنوات منذ التأسيس. |
| Ce | | نسبة الإنفاق الرأسمالي إلى رأس مال بداية السنة، يتم حساب الإنفاق الرأسمالي (CE) بجمع التغير السنوي في صافي مجموع الأصول الثابتة. مقسوم على مجموع رأس المال (Capital Stock) |
| FF dummies | متغير وهمي للمرونة المالية | متغير وهمي يساوي 1 عند ملاحظة على الأقل 4 أو 5 فترات متتالية تحتفظ فيها الشركة برافعة مالية منخفضة (LL). LL: مؤشر للرافعة المالية يساوي 1 إذا كانت الشركة في كل دولة في كل عام تحقق انحراف سلبى (Negative Deviation) بين معدل الرافعة المالية الحقيقي والمتوقع (معدل الرافعة المالية المقدر بنموذج الرافعة المالية). نسبة الأرباح التشغيلية قبل الضرائب، الفوائد وأرباح الأسهم الممتازة، بالإضافة إلى اهلاك الأصول الثابتة. بالنسبة إلى مخزون رأس المال بداية السنة. |
| CashFlow | | |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

3-2 أساليب تحليل البيانات

لتحقيق أهداف الدراسة، استخدمت الباحثة أساليب التحليل الإحصائي لتقدير معادلات النموذج التي تتلاءم ونوع البيانات المستخدمة في هذه الدراسة، إذ تم الاعتماد على ما يعرف بالبيانات المدمجة (Panel Data Analysis). ويتميز هذا الأسلوب بأنه يأخذ بعين الاعتبار أثر العوامل الفردية، وعامل الزمن عند تقدير معادلات الانحدار. ولتحديد أسلوب التحليل الأمثل لبيانات الدراسة، استخدمت الباحثة العديد من طرق الفحص Diagnosis Tests مثل:-

- استخدام F-Test لقياس صلاحية النموذج بشكل عام.
- استخدام T-Test لقياس الأهمية الإحصائية لمعاملات التقدير لمتغيرات الدراسة.
- وتطبيق اختبار Variance Inflation Factor (VIF) لمعاينة فرضية التعددية الخطية أو Multicollinearity.
- يتم الاعتماد أيضا على اختبار (Breuch-Pagan/Cook Weisberg). بهدف الكشف عن مشكلة عدم تجانس التباين Heteroscedasticity التي قد تتضمنها بيانات الدراسة.

خلاصة

استعرض الفصل الثالث، مجتمع الدراسة الذي شمل جميع الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية التالية: السوق المالية السعودية (تداول)، سوق عمان المالي، سوق الكويت للأوراق المالية، البورصة المصرية، سوق العراق للأوراق المالية، سوق الامارات للأوراق المالية؛ وبورصة قطر. بالإضافة الى المنهجية التي تم اتباعها في الدراسة الحالية، للوصول إلى أهداف الدراسة، لهذا الغرض استخدمت الدراسة نموذج للاستثمار، والذي يشمل كل من الانفاق الرأسمالي؛ نمو المبيعات والتدفقات النقدية في بداية السنة، إضافة إلى المتغير الوهمي للمرونة المالية، وتم استعمال التداخل بين هذا المتغير الوهمي والتدفقات النقدية لاختبار فيما إذا كانت الشركات المرنة مالياً تملك القدرة لتعزيز استثماراتها وحساسية أقل للاستثمار تجاه التدفقات النقدية.

وكذلك تم تحديد المتغيرات المعتمدة التي تسعى الدراسة الحالية لاختبار تأثيرها على النموذج.

وبناء على المنهجية المعتمدة، وأساليب التحليل المستخدمة في هذا الفصل، سيخصص الفصل

الرابع والآخر للناتج التي توصلت إليها الدراسة بعد تحليل النموذج.

الفصل الرابع

تحليل البيانات ومناقشة النتائج

تمهيد

لغرض الوصول إلى هدف الدراسة، والمتمثل في اختبار تأثير المرونة المالية على قدرة الشركات على القيام بالاستثمار، تم الاعتماد أولاً على نموذج الرافعة المالية لتقدير سلوك الشركات المستهدف؛ وبناء على هذا النموذج سيتم حساب معدل الرافعة المالية المتوقع لكل مؤسسة ضمن عينة البحث، ثم مقارنة هذه القيم المتوقعة بالقيم الحقيقية، وكنتيجة تعرف الشركة على أنها ذات رافعة مالية منخفضة إذا كانت تظهر انحراف سلبي بين الرافعة المالية الفعلية والمتوقعة (وهذه الانحرافات تعبر على أثر المرونة المالية). ثم سيتم تقدير نموذج للاستثمار، والذي يشمل كل من الانفاق الرأسمالي؛ نمو المبيعات والتدفقات النقدية في بداية السنة، إضافة إلى المتغير الوهمي للمرونة المالية (FF)، ويتم استعمال التداخل بين هذا المتغير الوهمي والتدفقات النقدية لاختبار فيما إذا كانت الشركات المرنة مالياً تملك القدرة لتعزيز استثماراتها وحساسية أقل للاستثمار تجاه التدفقات النقدية.

بالتالي سنقوم في هذا الفصل بعرض نتائج تقدير معادلات النموذجين، بالإضافة إلى ذلك

سيتم عرض نتائج التحليل الوصفي وكذلك تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة.

المبحث الاول: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سيتم من خلال هذا المبحث عرض نتائج التحليل الوصفي ونتائج تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة، وذلك لكل دولة أو سوق مالي على حدى.

1-1 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سيتم التطرق فيما يلي الى الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للأسواق المالية محل الدراسة وتشتمل على قيم المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، الحد الأدنى والحد الأقصى لكل متغير.

*- الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي السعودي:

يوضح الجداول رقم (1-4) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي السعودي وتشتمل على قيم المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، الحد الأدنى والحد الأقصى لكل متغير.

جدول رقم (4-1)

الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي السعودي

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|----------|-----|----------|-----------|-----------|----------|
| Lev | 360 | .3166411 | .1986636 | .0142964 | .9438944 |
| Tang | 360 | .4344453 | .2414198 | .0000425 | .948409 |
| Prof | 360 | .0762096 | .1542675 | -.899755 | .8493506 |
| Dep | 360 | .0448891 | .0611168 | 0 | .5006676 |
| Tax | 360 | .0020713 | .0119379 | 0 | .2045872 |
| Cash | 360 | .1033287 | .1360161 | .0001897 | .7863248 |
| Age | 360 | 22.99167 | 13.7313 | 1 | 59 |
| Sales | 360 | .0723979 | .2867444 | -.9534 | .9687 |
| Ce | 360 | .0423795 | .2579385 | -.8667 | .9768 |
| Cashflow | 360 | .3257017 | .2777741 | -.8444445 | .961 |
| Size | 360 | 2.995779 | .0878011 | 2.577923 | 3.228066 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

وكما يوضح الجدول رقم (4-1)، فإن متوسط نسبة الرافعة المالية (Lev) للشركات الصناعية السعودية بلغ 31.66% وقد تراوحت هذه النسبة ما بين 1.4% كحد أدنى و94.98% كحد أقصى، بانحراف معياري يقدر بحوالي 19.86%، أما فيما يخص الانفاق الرأسمالي (Ce) فقد تراوحت نسبته بين 86.76% كحد أدنى و97.68% كأعلى نسبة. هذا وقد بلغ معدل الرصيد النقدي (Cash) للشركات محل الدراسة حوالي 10.33% وبانحراف معياري قدره 13.33%، ولقد تراوحت هذه النسبة بين 00.01% كحد أدنى و78.63% كحد أقصى، وهذا يدل بوضوح على أن سياسة الاحتفاظ بالنقد تختلف من شركة إلى أخرى بشكل كبير. كما بلغ متوسط الربحية (Prof) للشركات الصناعية السعودية 07.62% وبانحراف معياري يقدر بحوالي 15.42%، أما أدنى معدل ربحية فقد سجل

بمعدل -89.97% في حين سجلت بعض الشركات اعلى معدل ربحية قدر ب 84.93%. وفيما يخص متوسط حجم الشركة (Size)، فقد بلغ 02.99 بانحراف معياري قدر بحوالي 08.78%.

*- الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي الاردني:

يوضح الجداول رقم (2-4) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي الاردني وتشتمل على قيم المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، الحد الأدنى والحد الأقصى لكل متغير.

جدول رقم (2-4)

الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي الاردني

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|----------|-----|-----------|-----------|-----------|----------|
| Lev | 330 | .3381765 | .2189766 | .0039986 | .9802632 |
| Tang | 330 | .3750188 | .1957707 | .0060724 | .8654801 |
| Prof | 330 | -.0002926 | .1423941 | -.9687078 | .7877646 |
| Dep | 330 | .0347308 | .0348969 | 8.37e-06 | .3711035 |
| Tax | 330 | .0044822 | .0112405 | 0 | .1352568 |
| Cash | 330 | .0678752 | .1333434 | 0 | .902507 |
| Age | 330 | 24.95455 | 14.6918 | 3 | 65 |
| Sales | 330 | -.0163002 | .3236825 | -.93 | .899 |
| Ce | 330 | -.0097106 | .2224368 | -.9315 | .83 |
| Cashflow | 330 | .0950262 | .2080198 | -.6097967 | .938374 |
| Size | 330 | 2.814441 | .0823314 | 2.296654 | 2.977495 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

انطلاقاً من الجدول رقم (2-4)، نلاحظ ان نسبة الرافعة المالية (Lev) للشركات الصناعية الاردنية قد بلغت في المتوسط 33.81%، وقد تراوحت هذه النسبة ما بين 00.39% كحد أدنى و98.02% كحد أقصى، بانحراف معياري قدر بحوالي 21.89%، في حين بلغ موسط نسبة

الملموسية (Tang) في هذه الشركات 37.50%، بانحراف معياري بلغ حوالي 19.57%. هذا وقد بلغ معدل الرصيد النقدي (Cash) للشركات محل الدراسة حوالي 06.78% وبانحراف معياري قدره 13.33%، ولقد تراوحت هذه النسبة بين 00.00% كحد أدنى و90.25% كحد أقصى. أما فيما يخص الانفاق الرأسمالي (Ce) فقد تراوحت نسبته بين -93.15% كحد أدنى و83.00% كحد أعلى بانحراف معياري قدره 22.24%. كما بلغ متوسط الربحية (Prof) للشركات الصناعية الاردنية -00.02% وبانحراف معياري يقدر بحوالي 14.23%، وتراوحت نسبة الربحية بين -96.87% كحد أدنى و78.77% كحد أعلى. وفيما يخص متوسط حجم الشركات (Size)، فقد بلغ 02.99 بانحراف معياري قدر بحوالي 08.78%.

* - الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي الكويتي:

يوضح الجداول رقم (3-4) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي الكويتي وتشتمل على قيم المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، الحد الأدنى والحد الأقصى لكل متغير.

جدول رقم (3-4)

الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي الكويتي

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|----------|-----|----------|-----------|-----------|----------|
| Lev | 270 | .281627 | .2203171 | .0018236 | .973545 |
| Tang | 270 | .2899782 | .2480215 | .0000957 | .9287879 |
| Prof | 270 | .0465729 | .0838571 | -.260473 | .5086074 |
| Dep | 270 | .0359339 | .035504 | .0000576 | .390567 |
| Tax | 270 | .0020138 | .0048107 | 0 | .0733503 |
| Cash | 270 | .0946271 | .1016691 | 0 | .6122664 |
| Age | 270 | 26.52963 | 11.91564 | 5 | 54 |
| Sales | 270 | .081354 | .2838522 | -.9755 | .988 |
| Ce | 270 | .0295079 | .2389091 | -.6996 | .939 |
| Cashflow | 270 | .2938293 | .2721907 | -.3836158 | .984162 |
| Size | 270 | 2.943805 | .0822899 | 2.27022 | 3.107893 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

نلاحظ من الجدول رقم (3-4) ان نسبة الرافعة المالية (Lev) للشركات الصناعية الكويتية قد بلغت في المتوسط 28.16% تقريبا، وقد تراوحت هذه النسبة ما بين 0.18% كحد أدنى و97.34% كحد أقصى، بانحراف معياري قدر بحوالي 22.03%، هذا وقد بلغ معدل الرصيد النقدي (Cash) للشركات محل الدراسة حوالي 9.46% وبانحراف معياري قدره 10.16%، ولقد تراوحت هذه النسبة بين 00.00% كحد أدنى و61.22% كحد أقصى. في حين بلغ متوسط نسبة الملموسية (Tang) في هذه الشركات 28.99%، بانحراف معياري بلغ حوالي 24.80%. وفيما يخص متوسط نسبة مبيعات الشركات (Sales)، فقد بلغ 8.13% بانحراف معياري قدر بحوالي 4.65%. كما بلغ متوسط الربحية (Prof) للشركات الصناعية الكويتية 4.65% وبانحراف معياري يقدر بحوالي 8.38%، اما أدنى معدل ربحية فقد سجل بمعدل -26.04%. في حين يبلغ

اعلى معدل ربحية 50.86%. أما فيما يخص الانفاق الرأسمالي (Ce) فقد تراوحت نسبته بين - 69.96% كحد أدنى و93.90% كحد أعلى بانحراف معياري قدر ب 23.89%.

*- الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي المصري:

يوضح الجداول رقم (4-4) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي

المصري وتشتمل على قيم المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، الحد الأدنى والحد الأقصى لكل متغير.

جدول رقم (4-4)

الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي المصري

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|----------|-----|----------|-----------|-----------|----------|
| Lev | 145 | .3726976 | .1971739 | .0173603 | .82 |
| Tang | 145 | .4084933 | .2043881 | .025482 | .9209226 |
| Prof | 145 | .0820118 | .1232051 | -.2045728 | .572614 |
| Dep | 145 | .0224292 | .0174973 | 0 | .0687117 |
| Tax | 145 | .0154118 | .0202884 | 0 | .108464 |
| Cash | 145 | .0912643 | .0993102 | .0000158 | .4798928 |
| Age | 145 | 38.03448 | 23.02849 | 11 | 94 |
| Sales | 145 | .0313561 | .2503919 | -.9824998 | .9641754 |
| Ce | 145 | .0235141 | .3519781 | -.8921 | .9648 |
| Cashflow | 145 | .3458399 | .3411345 | -.734568 | .99061 |
| Size | 145 | 2.988324 | .0647734 | 2.85175 | 3.139954 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

انطلاقاً من الجدول رقم (4-4)، نلاحظ ان نسبة الرافعة المالية (Lev) للشركات الصناعية المصرية قد بلغت في المتوسط 37.26%، وقد تراوحت هذه النسبة ما بين 01.73% كحد أدنى و82.00% كحد أقصى، بانحراف معياري قدر بحوالي 19.71%.

أما فيما يخص الانفاق الرأسمالي (Ce) فقد تراوحت نسبته بين 89.21% كحد أدنى و96.48% كحد أعلى. كما بلغ متوسط الربحية (Prof) لهذه الشركات 08.20% بين 20.45% كأدنى معدل و57.26% كأعلى معدل وبانحراف معياري يقدر بحوالي 12.30%. هذا وقد بلغ معدل الرصيد النقدي (Cash) للشركات محل الدراسة حوالي 09.12% وبانحراف معياري قدره 09.93%، ولقد تراوحت هذه النسبة بين 00.00% كحد أدنى أي شركات لا تقوم بالاحتفاظ بالنقد على الاطلاق و47.98% كحد أقصى. وفيما يخص متوسط نسبة مبيعات الشركات (Sales)، فقد بلغ 03.13% بانحراف معياري قدر بحوالي 25.03%. في حين بلغ متوسط نسبة الملموسية (Tang) في هذه الشركات 40.84%، بانحراف معياري بلغ حوالي 20.43%.

*- الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي العراقي:

يوضح الجداول رقم (4-5) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي العراقي وتشتمل على قيم المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، الحد الأدنى والحد الأقصى لكل متغير.

جدول رقم (4-5)

الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي العراقي

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|----------|-----|-----------|-----------|-----------|----------|
| Lev | 115 | .2583606 | .2239722 | .006637 | .946916 |
| Tang | 115 | .2116544 | .2170738 | .0083603 | .87389 |
| Prof | 115 | -.0262167 | .1982533 | -.6912614 | .6500067 |
| Dep | 115 | .0238581 | .0627991 | .0008109 | .6333333 |
| Tax | 115 | .0037267 | .0072165 | 0 | .055071 |
| Cash | 115 | .1779041 | .1677299 | 0 | .6705883 |
| Age | 115 | 33.9913 | 13.01315 | 16 | 68 |
| Sales | 115 | .0338198 | .4335654 | -.9963 | .9558 |
| Ce | 115 | .0185487 | .2340056 | -.9043 | .888 |
| Cashflow | 115 | .0419924 | .3055897 | -.891726 | .9339015 |
| Size | 115 | 2.701664 | .2062987 | .74 | 2.941873 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

وكما يوضح الجدول رقم (4-5)، فان متوسط نسبة الرافعة المالية (Lev) للشركات الصناعية العراقية قد بلغت في المتوسط 25.83%، وقد تراوحت هذه النسبة ما بين 0.66% كحد أدنى و94.69% كحد أقصى، بانحراف معياري قدر بحوالي 22.39%، وفيما يخص متوسط نسبة مبيعات الشركات (Sales)، فقد بلغ 03.38% بانحراف معياري قدر بحوالي 43.35%. كما بلغ متوسط الربحية (Prof) لهذه الشركات 02.62% وبانحراف معياري يقدر بحوالي 19.82%، اما أدنى معدل ربحية فقد سجل بمعدل -69.12%. في حين قدر اعلى معدل ربحية ب 65.00%. هذا وقد بلغ معدل الرصيد النقدي (Cash) للشركات محل الدراسة حوالي 17.97% وبانحراف معياري قدره 16.77%، ولقد تراوحت هذه النسبة بين 00.00% تقريبا كحد أدنى و67.05% كحد أقصى. في حين بلغ متوسط نسبة الملموسية (Tang) في هذه الشركات 21.16%، بانحراف معياري

بلغ حوالي 21.70%. أما فيما يخص الانفاق الرأسمالي (Ce) فقد تراوحت نسبته بين -90.43% كحد أدنى و88.80% كحد أعلى.

*- الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي الإماراتي:

يوضح الجداول رقم (4-6) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي

الإماراتي وتشتمل على قيم المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، الحد الأدنى والحد الأقصى لكل متغير.

جدول رقم (4-6)

الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي الإماراتي

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|----------|-----|----------|-----------|-----------|----------|
| Lev | 105 | .3237104 | .2075326 | .0427133 | .9161243 |
| Tang | 105 | .3875834 | .2047934 | .01586 | .7872169 |
| Prof | 105 | .0302744 | .0969312 | -.5650631 | .5100037 |
| Dep | 105 | .0461759 | .0884111 | .0038358 | .8848541 |
| Tax | 105 | .0002971 | .0009202 | 0 | .0053769 |
| Cash | 105 | .0723132 | .1030809 | .0001676 | .6751544 |
| Age | 105 | 32.28571 | 10.60725 | 4 | 55 |
| Sales | 105 | .0318111 | .3065309 | -.8985 | .96892 |
| Ce | 105 | .0470151 | .314251 | -.895 | .97619 |
| Cashflow | 105 | .6605956 | .398932 | -.809223 | .990124 |
| Size | 105 | 2.955882 | .0705361 | 2.742839 | 3.054667 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Stata 11

نلاحظ من الجدول رقم (4-6) ان نسبة الرافعة المالية (Lev) للشركات الصناعية الإماراتية

قد بلغت في المتوسط 32.37% تقريبا، وقد تراوحت هذه النسبة ما بين 4.27% كحد أدنى

و91.61% كحد أقصى، بانحراف معياري قدر بحوالي 20.75%، هذا وقد بلغ معدل الرصيد النقدي (Cash) للشركات محل الدراسة حوالي 07.23% وبانحراف معياري قدره 00.09%، ولقد تراوحت هذه النسبة بين 00.00% كحد أدنى و00.53% كحد أقصى. في حين بلغ متوسط نسبة الملموسية (Tang) في هذه الشركات 38.75%، بانحراف معياري بلغ حوالي 20.47%. وفيما يخص متوسط نسبة مبيعات الشركات (Sales)، فقد بلغ 03.18% بانحراف معياري قدر بحوالي 30.65%. كما بلغ متوسط الربحية (Prof) للشركات الصناعية الإماراتية 03.02% وبانحراف معياري يقدر بحوالي 09.69%، أما أدنى معدل ربحية فقد سجل بمعدل -56.50%. في حين سجلت بعض الشركات اعلى معدل ربحية قدر ب 51.00%. أما فيما يخص الانفاق الرأسمالي (Ce) فقد تراوحت نسبته بين -89.50% كحد ادنى و 97.61% كحد أعلى.

*- الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي القطري:

يوضح الجداول رقم (4-7) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي القطري وتشتمل على قيم المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، الحد الأدنى والحد الأقصى لكل متغير.

جدول رقم (7-4)

الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة بالنسبة للسوق المالي القطري

| Variable | Obs | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
|----------|-----|----------|-----------|-----------|----------|
| Lev | 80 | .2510633 | .1576529 | .0121402 | .7356322 |
| Tang | 80 | .2860373 | .2361761 | .0006493 | .7901786 |
| Prof | 80 | .0950854 | .0582042 | -.0438011 | .2178218 |
| Dep | 80 | .0250595 | .0301862 | .0015737 | .156 |
| Tax | 80 | .0000204 | .0000923 | 0 | .0005604 |
| Cash | 80 | .1457787 | .1532734 | .0017573 | .706383 |
| Age | 80 | 19.5 | 15.60996 | 2 | 51 |
| Sales | 80 | .1756801 | .3490373 | -.987 | .9673 |
| Ce | 80 | .0342615 | .2783755 | -.9095 | .8084 |
| Cashflow | 80 | .5593444 | .3591431 | -.045 | .9854545 |
| Size | 80 | 3.00059 | .0987818 | 2.45874 | 3.140748 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

انطلاقاً من الجدول رقم (7-4)، نلاحظ ان نسبة الرافعة المالية (Lev) للشركات الصناعية القطرية قد بلغت في المتوسط 25.10%، وقد تراوحت هذه النسبة ما بين 01.21% كحد أدنى و73.56% كحد أقصى، بانحراف معياري قدر بحوالي 15.76%، أما فيما يخص الانفاق الرأسمالي (Ce) فقد تراوحت نسبته بين -90.95% كحد أدنى و80.84% كحد أعلى.

كما بلغ متوسط الربحية (Prof) لهذه الشركات 09.50% وبانحراف معياري يقدر بحوالي 05.82%، اما أدنى معدل ربحية فقد سجل بمعدل -04.38%. في حين سجلت بعض الشركات اعلى معدل ربحية قدر ب 21.78%. هذا وقد بلغ معدل الرصيد النقدي (Cash) للشركات محل الدراسة حوالي 14.57% وبانحراف معياري قدره 15.32%، ولقد تراوحت هذه النسبة بين 00.17% تقريبا كحد أدنى و70.63% كحد أقصى. وفيما يخص متوسط نسبة مبيعات الشركات (Sales)، فقد بلغ

17.56% بانحراف معياري قدر بحوالي 34.90%. في حين بلغ متوسط نسبة الملموسية (Tang) في هذه الشركات 28.60%، بانحراف معياري بلغ حوالي 23.61%.

وكما توضح الجداول السابقة، فإن متوسط نسبة الرافعة المالية (Lev) للشركات الصناعية السعودية بلغ تقريبا 31.66% بانحراف معياري يقدر بحوالي 19.86%، ولا يختلف هذا المعدل كثيرا بالنسبة لباقي الاسواق المالية حيث بلغ 21.89% في الاردن و 22.03 في السوق المالي الكويتي، وسجل السوق المالي القطري أدنى نسبة بانحراف معياري تقديره 15.76%، اما أدنى نسبة للرافعة المالية فقد سجلت في السوق المالي الكويتي وقدرت ب 0.18% مقابل 98.02% كحد أقصى في السوق المالي الاردني. وهذا يشير إلى الاختلاف ما بين الشركات في الاعتماد على الديون، أو نسبة الاقتراض في تمويلها لاستثماراتها والذي قد يرجع إلى الاختلاف في أحجام الشركات أو نسبة النمو فيها، أو ربما ميل بعض الشركات للتمويل عن طريق إصدار الأسهم بدلا من التمويل عن طريق الاقتراض.

هذا وقد بلغ أقصى معدل للرصيد النقدي (Cash) للشركات محل الدراسة في الشركات الصناعية الاردنية بمعدل قدر بحوالي 90.25% وبانحراف معياري قدره 13.33%، ولقد تراوحت هذه النسبة بين 09.93% كحد أدنى في السوق المصري و 16.77% كحد أقصى في السوق العراقي، وهذا يدل بوضوح على أن سياسة الاحتفاظ بالنقد تختلف من شركة إلى أخرى بشكل كبير ومن سوق مالي إلى آخر، ربما نتيجة لاختلاف سياسات توزيع الأرباح التي تتبعها الشركات، فبعض الشركات تقوم بتوزيع نسبة كبيرة من أرباحها، وبالتالي لا تحتفظ برصيد نقدي كبير، والعكس بالنسبة للشركات الأخرى.

ما بلغ متوسط الربحية (Prof) للشركات الصناعية العراقية -2.62% وبأعلى انحراف معياري يقدر بحوالي 19.82%، أما أدنى معدل انحراف معياري فقد سجل في السوق المالي القطري وبمعدل 05.82%. في حين سجل السوق المالي القطري أعلى معدل ربحية قدر بـ 84.93%. وفيما يخص متوسط حجم الشركة (Size)، فقد بلغ 2.70 في الشركات العراقية بأعلى انحراف معياري قدر بحوالي 20.62%. مما يعني اختلاف أحجام الشركات محل الدراسة بين الشركات الصغيرة، والكبيرة والمتوسطة. أما فيما يخص الانفاق الرأسمالي (Ce) فقد تراوح معدل انحراف معياري بين 35.19 كحد أقصى في السوق المالي المصري و 23.40% كحد أدنى في السوق المالي العراقي وكأعلى نسبة للإنفاق الرأسمالي فقد سجلت في السوق المالي السعودي 97.68%.

2-2 مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

بهدف التأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، والذي يجعل من اختبار الفرضيات حول التأثير الفردي في معاملات الانحدار غير ممكن، ذلك أن الارتباط المتعدد يجعل الأخطاء المعيارية للمعاملات ضخمة، كما أن وجود علاقة ارتباط قوية بين المتغيرات المستقلة قد يؤدي إلى إضعاف القوة التفسيرية للنموذج (Gujarati, 2003). وعليه تم احتساب مصفوفة بيرسون للارتباط، وتظهر نتائج تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة في الملحق رقم (2-8)، حيث نلاحظ من مصفوفة الارتباط للنموذج أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة منخفضة ولم تتعد أي منها (0.80)، وهذا يعني عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة (Gujarati, 2003).

من الملحق رقم (2-8) يمكن استنتاج العديد من العلاقات المهمة، ومنها:

- وجود علاقة عكسية ما بين كل من الرافعة المالية والمتغيرات المتمثلة في: ربحية الشركة (Prof)، الرصيد النقدي (Cash) للشركة بالإضافة الى نسبة مبيعات الشركة (Sales). وذلك في كل من الشركات السعودية والاردنية بالإضافة الى الشركات المصرية العراقية.
- وجود علاقة موجبة بين كل من الرافعة المالية والمتغيرات المتمثلة في: حجم الشركة (Size) والملموسية (Tang)، بالإضافة الى الإهلاك (Dep). وذلك في كل من الشركات السعودية والاردنية والمصرية، في حين وجدت علاقة عكسية بين الرافعة المالية والملموسة والإهلاك في باقي الشركات

- وجود علاقة موجبة ما بين كل من الانفاق الرأسمالي (Ce) والتدفقات النقدية (Cash Flow) في جميع الشركات محل الدراسة ماعدا الشركات العراقية.

وبهدف التأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة، تم الاعتماد-كما ذكرنا سابقا-على مصفوفة الارتباط في الجداول رقم (9-4) الى الجدول (16-4)، حيث تظهر هذه الجداول عدم وجود أية علاقة ارتباط قوية بين متغيرات الدراسة.

بالإضافة إلى اختبار Multicollinearity تم اختبار صحة الافتراضات الأخرى للانحدار مثل عدم تجانس التباين Heteroscedasticity. ولاختبار مشكلة عدم تجانس التباين تم تطبيق اختبار Cook (Breuch-Pagan/Weisberg test)، حيث يقوم باختبار الفرضية الصفرية أن تباين أخطاء المتغيرات كلها متساوية. وتقضي الفرضية البديلة بأن تباين الأخطاء يتزايد كلما زادت قيمة المتغير التابع، أي أنه كلما كانت قيمة المتغير التابع كبيرة، كلما كانت قيمة الخطأ أكبر. ويمكن اختبار مشكلة عدم تجانس التباين في هذا الاختبار من خلال قيمة chi^2 . فإذا كانت قيمة chi^2 كبيرة فهذا يعني أن متغيرات النموذج تعاني من مشكلة عدم تجانس التباين، والعكس صحيح.

المبحث الثاني: تقدير نموذج الرافعة المالية المتوقعة

سنحاول في هذا المبحث تقدير او حساب المتغير الوهمي للمرونة المالية، من خلال معدل الانحراف بين معدل الرافعة المالية الفعلية للشركة والمعدل المتوقع، والذي يتم حسابه من خلال النموذج التالي:

$$\text{Lev}_{i;t} = \beta_0 \text{Lev}_{i;t-1} + \beta_1 \text{Prof}_i + \beta_2 \text{Cash}_{i;t} + \beta_3 \text{Size}_{i;t} + \beta_4 \text{Dep}_{i;t} + \beta_5 \text{Tang}_{i;t} + \varepsilon$$

يتضمن هذا النموذج متغيرا تابعا يتمثل في نسبة الرافعة المالية (Lev)، بالإضافة إلى المتغيرات الخارجية والتي تشمل نسبة الرافعة المالية للسنة السابقة ($\text{Lev}_{i;t-1}$)، الرصيد النقدي الذي تحتفظ به الشركة (Cash)، معدل ربحية الشركة (Prof)، والحجم (Size)، ومعدل اهتلاك أصول الشركة (Dep)، والملموسية (Tang)، بالإضافة إلى معدل الضريبة (Tax)، وعمر الشركة (Age)، ونسبة المبيعات (Sales) كمتغيرات ضابطة أخرى.

2-1 نتائج تحليل نموذج الرافعة المالية: تقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة

سننتاول فيما يلي النتائج التي تم التوصل إليها باستخدام طريقة الانحدار الخطي (Fixed/Random Effect model)، وذلك بالنسبة لكل سوق مالي على حدى. سيتم استعمال اختبار هوسمان (Hausman test) لاختيار الطريقة الانسب لتقدير النموذج في كل دولة على حدى. وقد تم استخدام طريقة الانحدار الخطي المقدره بالتأثيرات الثابتة (Fixed Effect model) نظرا لأنها الأنسب حسب اختبار هوسمان.

- نتائج الانحدار للشركات السعودية

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لتقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة، وهذا بالنسبة

للشركات في السوق المالي السعودي من خلال الجدول رقم (4-8).

جدول رقم (4-8)

نتائج الانحدار للشركات السعودية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 360 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|-------------------|
| R-sq: 0.5293 | | Number of groups | 72 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | F(9.279) | 2.14 |
| | | Prob > F | 0.0267 |
| Lev | Coef. | T | P>t |
| Levt-1 | .1844406 | 3.22 | 0.001 |
| prof | -.0485887 | -0.69 | 0.491 |
| cash | -.0156196 | -0.24 | 0.807 |
| Size | -.003435 | -0.05 | 0.963 |
| Dep | .0286179 | 0.36 | 0.718 |
| Tang | .0773467 | 2.10 | 0.036 |
| Tax | .0794003 | -0.78 | 0.438 |
| age | -.1148943 | 0.74 | 0.460 |
| Sales | -.0227253 | 0.23 | 0.818 |
| Cons | .2394297 | 0.23 | 0.814 |
| F test that all u_i=0: | | F (71, 279) = 2.86 | Prob > F = 0.0000 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية (Lev) ونسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1).
- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) ونسبة الملموسية (أصول الشركة الثابتة) (Tang).

• كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) وبين نسبة الربحية (Prof) والرصيد النقدي (Cash). وكذلك وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (Lev) وكل من الإهلاكات (Dep)، ومعدل الضريبة (Tax) والمبيعات (Sales). ولكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة للمتغيرات الخمسة.

بناء على هذه النتائج سيتم تقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة (E-Lev) بناء على متغيرين فقط؛ نسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1) ونسبة الملموسية أو الأصول الثابتة (Tang).

- نتائج الانحدار للشركات الاردنية

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لتقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة، وهذا بالنسبة للشركات في السوق المالي الاردني من خلال الجدول رقم (9-4)، وذلك باستخدام طريقة الانحدار الخطي المقدر بالتأثيرات الثابتة (Fixed Effect model) نظرا لأنها الأنسب حسب اختبار هوسمان.

جدول رقم (9-4)

نتائج الانحدار للشركات الاردنية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 330 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|-------------------|
| R-sq: 0.7491 | | Number of groups | 66 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | F(9,254) | 10.67 |
| | | Prob > F | 0.0000 |
| Lev | Coef. | T | P>t |
| Levt-1 | .4711517 | 7.21 | 0.000 |
| Prof | -.2328455 | -4.79 | 0.000 |
| Cash | .0832342 | 0.93 | 0.355 |
| Size | -.0432233 | -0.27 | 0.791 |
| Dep | -.0099089 | -0.05 | 0.958 |
| tang | .0863697 | 1.35 | 0.177 |
| Tax | .612418 | 1.02 | 0.310 |
| age | .0550695 | 1.51 | 0.133 |
| sales | .0201662 | 1.23 | 0.222 |
| cons | .4681189 | 0.20 | 0.838 |
| F test that all u_i=0: | | F(65, 254) = 1.36 | Prob > F = 0.0498 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية (Lev) ونسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1).
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) ونسبة الربحية في الشركات الاردنية (Prof).
- كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) وبين كل من حجم الشركة (Size) والإهلاكات (Dep)، وكذلك وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (Lev) وكل من الرصيد النقدي (Cash)، ومعدل الضريبة (Tax) والمبيعات (Sales).
- ولكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع هذه المتغيرات.

بناء على هذه النتائج سيتم تقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة (E-Lev) بناء على متغيرين فقط؛ نسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1) ونسبة الربحية (Prof).

- نتائج الانحدار للشركات الكويتية

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لتقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة، وهذا بالنسبة

للشركات في السوق المالي الكويتي من خلال الجدول رقم (4-10).

جدول رقم (4-10)

نتائج الانحدار للشركات الكويتية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 270 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|-------------------|
| R-sq: 0.7949 | | Number of groups | 54 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | F(9,206) | 8.52 |
| | | Prob > F | 0.0000 |
| | Coef. | T | P>t |
| lev | | | |
| Levt-1 | .4521617 | 7.77 | 0.000 |
| prof | -.2058641 | -2.37 | 0.019 |
| cash | -.1571955 | -1.26 | 0.211 |
| size | .1021547 | 0.77 | 0.444 |
| dep | .2936451 | 1.26 | 0.210 |
| tang | -.0672539 | -0.93 | 0.353 |
| tax | 2.20328 | 1.81 | 0.071 |
| age | .0621361 | 1.06 | 0.290 |
| sales | .020929 | 1.22 | 0.224 |
| cons | -.3130966 | -0.72 | 0.475 |
| F test that all u_i=0: | | F (53, 206) = 2.54 | Prob > F = 0.0000 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات stata 11

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية (Lev) ونسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1).
 - وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) ونسبة الربحية في الشركات الاردنية (Prof).
 - وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية (Lev) ومعدل الضريبة (Tax).
 - أما فيما يخص باقي المتغيرات، فقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) وبين كل من حجم الشركة (Size) والرصيد النقدي (Cash)، وكذلك وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (Lev) وكل من الإهلاكات (Dep)، والمبيعات (Sales). ولكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع هذه المتغيرات.
- بناء على هذه النتائج سيتم تقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة (E-Lev) بناء على نسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1) ونسبة الربحية (Prof)، بالإضافة إلى معدل الضريبة (Tax).

- نتائج الانحدار للشركات المصرية

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لتقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة، وهذا بالنسبة للشركات في السوق المالي المصري من خلال الجدول رقم (4-11).

جدول رقم (11-4)

نتائج الانحدار للشركات المصرية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 145 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|-------------------|
| R-sq: 0.7267 | | Number of groups | 29 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | F(9,107) | 12.70 |
| | | Prob > F | 0.0000 |
| lev | Coef. | T | P>t |
| Levt-1 | .6220245 | 7.52 | 0.000 |
| prof | -.1037381 | -0.87 | 0.387 |
| cash | -.0001768 | -0.00 | 0.999 |
| size | .8941805 | 0.90 | 0.371 |
| dep | .3120979 | 0.46 | 0.650 |
| tang | .1430634 | 2.05 | 0.043 |
| tax | .0014548 | 0.00 | 0.997 |
| age | .0967737 | 1.01 | 0.313 |
| sales | -.0215114 | -0.95 | 0.346 |
| cons | -2.918057 | -0.97 | 0.335 |
| F test that all u_i=0: | | F (28, 107) = 1.64 | Prob > F = 0.0386 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية (Lev) ونسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1).
- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) ونسبة الملموسية (أصول الشركة الثابتة) (Tang).
- كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) وبين نسبة الربحية (Prof) والرصيد النقدي (Cash) والمبيعات (Sales). وكذلك وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (Lev) وكل من الإهلاكات (Dep)، ومعدل الضريبة (Tax) ولكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع هذه المتغيرات.

بناء على هذه النتائج سيتم تقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة (E-Lev) بناء على متغيرين فقط؛ نسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1) ونسبة الملموسية أو الأصول الثابتة (Tang).

- نتائج الانحدار للشركات العراقية

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لتقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة، وهذا بالنسبة

للشركات في السوق المالي العراقي من خلال الجدول رقم (4-12).

جدول رقم (4-12)

نتائج الانحدار للشركات العراقية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 115 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|--------|
| R-sq: 0.4464 | | Number of groups | 23 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | F(9,204) | 8.68 |
| | | Prob > chi2 | 0.0000 |
| lev | Coef. | T | P>t |
| Levt-1 | .556196 | 5.94 | 0.000 |
| prof | -.1890162 | -2.19 | 0.028 |
| cash | -.1106001 | -1.12 | 0.264 |
| size | .0162191 | 0.21 | 0.835 |
| dep | .0540992 | 0.21 | 0.836 |
| tang | -.0980823 | -1.19 | 0.235 |
| tax | 3.366147 | 1.45 | 0.147 |
| age | .0605592 | 1.23 | 0.218 |
| sales | -.0058133 | -0.15 | 0.878 |
| cons | -.1131416 | -0.43 | 0.670 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات stata 11

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية (Lev) ونسبة الرافعة

المالية للسنة السابقة (Levt-1).

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) ونسبة الربحية في الشركات العراقية (Prof).
 - كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) وبين كل من الرصيد النقدي (Cash)، والمبيعات (Sales)، والملموسية (Tang). وكذلك وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (Lev) وكل من ومعدل الضريبة (Tax) وحجم الشركة (Size) والإهلاكات (Dep)، ولكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع هذه المتغيرات.
- بناء على هذه النتائج سيتم تقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة (E-Lev) بناء على متغيرين فقط؛ نسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1) ونسبة الربحية (Prof).

- نتائج الانحدار للشركات الاماراتية

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لتقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة، وهذا بالنسبة للشركات في السوق المالي الاماراتي من خلال الجدول رقم (4-13).

جدول رقم (13-4)

نتائج الانحدار للشركات الاماراتية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 105 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|-------------------|
| R-sq: 0.4331 | | Number of groups | 21 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | F(9,75) | 6.37 |
| | | Prob > F | 0.0000 |
| Lev | Coef. | T | P>t |
| Levt-1 | .3711534 | 3.36 | 0.001 |
| Prof | -.4999135 | -4.04 | 0.000 |
| Cash | -.1531188 | -0.95 | 0.343 |
| Size | -.0146067 | -0.02 | 0.984 |
| Dep | .0336989 | 0.18 | 0.855 |
| tang | .3549176 | 1.85 | 0.068 |
| Tax | -18.36147 | -0.96 | 0.342 |
| age | .0335847 | 0.28 | 0.781 |
| sales | .0261997 | 0.88 | 0.380 |
| cons | .0216522 | 0.01 | 0.992 |
| F test that all u_i=0: | | F(20, 75) = 1.86 | Prob > F = 0.0290 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية (Lev) ونسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1).
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) ونسبة الربحية في الشركات الاماراتية (Prof).
- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) ونسبة الملموسية في الشركة (Tang).
- أما فيما يخص باقي المتغيرات، فقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) وبين كل من حجم الشركة (Size) والرصيد النقدي (Cash)،

وكذلك وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (Lev) وكل من الإهلاكات (Dep)، والمبيعات (Sales). ولكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع هذه المتغيرات. بناء على هذه النتائج سيتم تقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة (E-Lev) بناء على نسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1) ونسبة الربحية (Prof)، بالإضافة إلى نسبة الملموسية في الشركة (Tang).

- نتائج الانحدار للشركات القطرية

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لتقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة، وهذا بالنسبة للشركات في السوق المالي القطري من خلال الجدول رقم (4-14).

جدول رقم (4-14)

نتائج الانحدار للشركات القطرية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 80 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|-------------------|
| R-sq: 0.2594 | | Number of groups | 16 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | F(9,55) | 2.14 |
| | | Prob > F | 0.0411 |
| Lev | Coef. | T | P>t |
| Levt-1 | .2762249 | 2.10 | 0.040 |
| Prof | -4.001241 | -1.46 | 0.151 |
| Cash | .8700313 | 1.41 | 0.163 |
| Size | -1.063087 | -1.10 | 0.276 |
| Dep | .4551011 | 0.22 | 0.826 |
| tang | .1739192 | 0.36 | 0.723 |
| Tax | -349.258 | -0.42 | 0.677 |
| age | .5525043 | 1.57 | 0.122 |
| sales | .5652823 | 3.20 | 0.002 |
| cons | .6484324 | 0.23 | 0.817 |
| F test that all u_i=0: | | F(15, 55) = 1.94 | Prob > F = 0.0384 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات stata 11

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية (Lev) ونسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1).
 - وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) ونسبة النمو في المبيعات (Sales).
 - كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) وبين نسبة الربحية (Prof) ومعدل الضريبة (Tax)، وكذلك وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (Lev) وكل من ونسبة الملموسية (Tang)، الإهلاكات (Dep)، والرصيد النقدي (Cash) ولكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع هذه المتغيرات.
- بناء على هذه النتائج سيتم تقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة (E-Lev) بناء على متغيرين فقط؛ نسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1) ونسبة النمو في المبيعات (Sales).
- انطلاقاً من النتائج التي توصلنا إليها من خلال تحليل لانحدار لكل سوق مالي على حدى، توصلت الدراسة إلى مجموعة من العلاقات ذات الدلالة الاحصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية ونسب الرافعة المالية للسنة السابقة وكل من نسبة الملموسية، والربحية، ونسبة النمو في المبيعات بالنسبة لبعض الأسواق المالية. وعليه سيتم احتساب نسبة الرافعة المالية المتوقعة انطلاقاً من هذه النتائج.

2-2 حساب معدل المتغير الوهمي للمرونة المالية

بالاعتماد على النتائج السابقة، وبناء على النموذج السابق تم حساب معدل الرافعة المالية المتوقع لكل مؤسسة ضمن عينة البحث، ثم نقوم بمقارنة هذه القيم المتوقعة بالقيم الحقيقية، وكنتيجة

تعرف الشركة على أنها ذات رافعة مالية منخفضة (LL) إذا كانت تظهر انحراف سلبي بين الرافعة المالية الفعلية والمتوقعة (وهذه الانحرافات تعبر على أثر المرونة المالية). وفي الاخير يتم حساب المتغير الوهمي للمرونة المالية (FF)، والذي يساوي 1 عند ملاحظة على الأقل 3 أو 4 فترات متتالية تحتفظ فيها الشركة برافعة مالية منخفضة.

المبحث الثالث: نتائج تحليل نموذج الاستثمار

انطلاقاً من فرضية وجود معوقات السوق، فإن الشركات التي من المتوقع أن تواجه خيارات قيمة للنمو في المستقبل قد تستجيب من خلال انتهاج سياسة رفع مالي منخفضة لعدد من السنوات. ان احتياطي قوة الاقتراض سيمكن الشركات المرنة مالياً من رفع أو زيادة الأموال الخارجية والاستثمار أكثر في السنوات التي تلي اتباع سياسة مالية محافظة أو معتدلة. لهذا الغرض ستستخدم الدراسة النموذج التالي، والذي يشمل كل من الانفاق الرأسمالي؛ نمو المبيعات والتدفقات النقدية في بداية السنة، إضافة إلى المتغير الوهمي للمرونة المالية (FF)، ويتم استعمال التداخل بين هذا المتغير الوهمي والتدفقات النقدية لاختبار فيما إذا كانت الشركات المرنة مالياً تملك القدرة لتعزيز استثماراتها وحساسية أقل للاستثمار تجاه التدفقات النقدية. ولهذا الغرض سيتم تقدير نموذج الاستثمار التالي على كامل عينة الدراسة:

$$Ce_{i,t} = y_1 Ce_{i,t-1} + y_2 CashFlow_{i,t-1} + y_3 Sales_{i,t} + y_4 FF_{i,t} + y_5 FF_{i,t} * CashFlow_{i,t-1} + n_i + n_t + v_{i,t}$$

3-1 نتائج تحليل نموذج الاستثمار لعينة الدراسة

سننتاول فيما يلي النتائج التي تم التوصل إليها باستخدام طريقة الانحدار الخطي (Fixed/ Random Effect model)، وذلك بالنسبة لكل سوق مالي على حدى. سيتم استعمال اختبار هوسمان (Hausman test) لاختيار الطريقة الأنسب لتقدير النموذج في كل دولة على حدى. وقد تم استخدام طريقة الانحدار الخطي المقدره بالتأثيرات الثابتة (Fixed Effect model) نظرا لأنها الأنسب حسب اختبار هوسمان.

- نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات السعودية

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لنموذج الاستثمار، وهذا بالنسبة للشركات في السوق المالي السعودي من خلال الجدول رقم (4-15).

جدول رقم (4-15)

نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات السعودية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 360 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|--------|
| R-sq: 0.3200 | | Number of groups | 72 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | Prob > F | 0.0454 |
| | Coef. | T | P>t |
| $Ce_{i,t}$ | | | |
| $Ce_{i,t-1}$ | -.0615349 | -2.05 | 0.042 |
| $CashFlow_{i,t-1}$ | -.2529632 | -2.01 | 0.044 |
| $Sales_{i,t}$ | .0121801 | 1.98 | 0.045 |
| $FF_{i,t}$ | -.1048452 | -0.98 | 0.328 |
| $FF_{i,t} * CashFlow_{i,t-1}$ | .2627793 | 1.01 | 0.314 |
| Size | 1.405738 | 2.02 | 0.045 |
| cons | -4.066379 | -1.95 | 0.050 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات stata 11

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الانفاق الرأسمالي ($Cei ; t$) ونسبة الانفاق الرأسمالي للسنة السابقة ($Levt-1$).
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Cei ; t$) ونسبة التدفق الرأسمالي ($CashFlow$).
- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Cei ; t$) وكل من نسبة نمو المبيعات ($Sales$)، مما يدل على ان نسبة النمو في المبيعات تلعب دورا هاما في القرارات الاستثمارية كما جاء في العديد من الدراسات السابقة.
- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Cei ; t$) وحجم الشركة ($Size$).
- كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة بين نسبة الانفاق الرأسمالي ($Cei ; t$) وبين المتغير الوهمي للمرونة المالية (FF)، بالإضافة الى وجود علاقة سالبة بين الانفاق الرأسمالي والتفاعل بين المتغير الوهمي والتدفق النقدي كمؤشر المرونة المالية ($FF * CashFlow$)، لكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لكلا المتغيرين.

- نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات الاردنية

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لنموذج الاستثمار، وهذا بالنسبة للشركات في السوق

المالي الاردني من خلال الجدول رقم (16-4).

جدول رقم (16-4)

نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات الاردنية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 330 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|--------|
| R-sq: 0.2189 | | Number of groups | 66 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | Prob > F | 0.0398 |
| | Coef. | T | P>t |
| $Ce_{i;t}$ | | | |
| $Ce_{i;t-1}$ | .0539517 | 1.96 | 0.047 |
| CashFlow $_{i;t-1}$ | -.0387499 | -1.95 | 0.043 |
| Sales $_{i;t}$ | -.0244157 | -2.03 | 0.049 |
| FF $_{i;t}$ | .0124262 | 0.11 | 0.911 |
| FF $_{i;t}$ *CashFlow $_{i;t-1}$ | .0378057 | 0.07 | 0.944 |
| Size | -.10039 | -2.23 | 0.028 |
| cons | .2604452 | 2.25 | 0.026 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الانفاق الرأسمالي ($Ce_{i;t}$) ونسبة الانفاق الرأسمالي للسنة السابقة ($Levt-1$).
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Ce_{i;t}$) ونسبة التدفق الرأسمالي (CashFlow).
- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Ce_{i;t}$) وكل من نسبة نمو المبيعات (Sales) وحجم الشركة (Size).
- كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة بين نسبة الانفاق الرأسمالي ($Ce_{i;t}$) وبين المتغير الوهمي للمرونة المالية (FF)، بالإضافة الى وجود علاقة موجبة بين الانفاق

الرأسمالي والتفاعل بين المتغير الوهمي والتدفق النقدي كمؤشر المرونة المالية (FF CashFlow*)، لكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لكلا المتغيرين.

- نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات الكويتية

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لنموذج الاستثمار، وهذا بالنسبة للشركات في السوق

المالي الكويتي من خلال الجدول رقم (4-17).

جدول رقم (4-17)

نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات الكويتية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 270 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|---------|
| R-sq: 0.6507 | | Number of groups | 54 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | Prob > F | 0.03227 |
| | Coef. | T | P>t |
| $Ce_{i,t}$ | | | |
| $Ce_{i,t-1}$ | -.1287722 | -2.65 | 0.010 |
| $CashFlow_{i,t-1}$ | .6516011 | 1.96 | 0.040 |
| $Sales_{i,t}$ | .0035462 | 1.97 | 0.048 |
| $FF_{i,t}$ | .0767738 | 0.51 | 0.608 |
| $FF_{i,t} * CashFlow_{i,t-1}$ | -.6748581 | -0.87 | 0.383 |
| Size | .1231514 | 0.31 | 0.759 |
| Cons | -.400519 | -2.01 | 0.039 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الانفاق الرأسمالي ($Ce_{i,t}$) ونسبة الانفاق الرأسمالي للسنة السابقة ($Levt-1$).

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Cei ; t$) ونسبة التدفق الرأسمالي (CashFlow).
 - وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Cei ; t$) وكل من نسبة نمو المبيعات (Sales).
 - كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة بين نسبة الانفاق الرأسمالي ($Cei ; t$) وكل من حجم الشركة (Size) والمتغير الوهمي للمرونة المالية (FF)، بالإضافة الى وجود علاقة سالبة بين الانفاق الرأسمالي والتفاعل بين المتغير الوهمي والتدفق النقدي كمؤشر المرونة المالية ($FF * CashFlow$)، بالإضافة الى وجود علاقة موجبة بين لكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لكل المتغيرات.
- نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات المصرية
- سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لنموذج الاستثمار، وهذا بالنسبة للشركات في السوق المالي المصري من خلال الجدول رقم (18-4).

جدول رقم (18-4)

نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات المصرية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 145 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|---------|
| R-sq: 0.2619 | | Number of groups | 29 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | Prob > F | 0.03070 |
| | Coef. | T | P>t |
| $Ce_{i,t}$ | | | |
| $Ce_{i,t-1}$ | -.199739 | -2.05 | 0.041 |
| CashFlow $_{i,t-1}$ | .0550915 | 1.96 | 0.049 |
| Sales $_{i,t}$ | -.0673951 | -2.01 | 0.045 |
| FF $_{i,t}$ | -.080138 | -0.58 | 0.566 |
| FF $_{i,t}$ *CashFlow $_{i,t-1}$ | .0848479 | 0.31 | 0.754 |
| Size | 9.769237 | 2.06 | 0.042 |
| cons | -29.13575 | -2.05 | 0.042 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الانفاق الرأسمالي ($Ce_{i,t}$) ونسبة الانفاق الرأسمالي للسنة السابقة ($Levt-1$).
- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Ce_{i,t}$) ونسبة التدفق الرأسمالي (CashFlow).
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Ce_{i,t}$) وكل من نسبة نمو المبيعات (Sales) وموجبة بالنسبة لحجم الشركة (Size).
- كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين نسبة الانفاق الرأسمالي ($Ce_{i,t}$) وبين المتغير الوهمي للمرونة المالية (FF)، بالإضافة الى وجود علاقة موجبة بين الانفاق

الرأسمالي والتفاعل بين المتغير الوهمي والتدفق النقدي كمؤشر المرونة المالية (FF CashFlow*)، لكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لكلا المتغيرين.

- نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات العراقية

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لنموذج الاستثمار، وهذا بالنسبة للشركات في السوق

المالي العراقي من خلال الجدول رقم (4-19).

جدول رقم (4-19)

نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات العراقية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 115 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|--------|
| R-sq: 0.2391 | | Number of groups | 23 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | Prob > F | 0.0312 |
| | Coef. | T | P>t |
| $Ce_{i,t}$ | | | |
| $Ce_{i,t-1}$ | -.1167712 | -2.05 | 0.043 |
| $CashFlow_{i,t-1}$ | -.0998644 | -1.97 | 0.047 |
| $Sales_{i,t}$ | -.0479136 | -2.06 | 0.043 |
| $FF_{i,t}$ | .1057009 | 1.59 | 0.115 |
| $FF_{i,t} * CashFlow_{i,t-1}$ | -.1022165 | -0.31 | 0.754 |
| Size | .2121172 | 1.74 | 0.085 |
| Cons | -.6307824 | -1.99 | 0.049 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الانفاق الرأسمالي ($Ce_{i,t}$) ونسبة

الانفاق الرأسمالي للسنة السابقة ($Levt-1$).

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة (Cei ;t) ونسبة التدفق الرأسمالي (CashFlow).
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة (Cei ;t) وكل من نسبة نمو المبيعات (Sales).
- كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة بين نسبة الانفاق الرأسمالي (Cei ;t) وبين كل من حجم الشركة (Size) والمتغير الوهمي للمرونة المالية (FF)، بالإضافة الى وجود علاقة سالبة بين الانفاق الرأسمالي والتفاعل بين المتغير الوهمي والتدفق النقدي كمؤشر المرونة المالية (FF *CashFlow)، لكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع هذه المتغيرات.

- نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات الاماراتية

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لنموذج الاستثمار، وهذا بالنسبة للشركات في السوق المالي الاماراتي من خلال الجدول رقم (20-4).

جدول رقم (20-4)

نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات الاماراتية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 105 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|--------|
| R-sq: 0.2541 | | Number of groups | 21 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | F(6.78) | 2.37 |
| | | Prob > F | 0.0374 |
| | Coef. | T | P>t |
| $Ce_{i,t}$ | | | |
| $Ce_{i,t-1}$ | -.2867151 | -2.28 | 0.025 |
| $CashFlow_{i,t-1}$ | .5218904 | 2.05 | 0.044 |
| $Sales_{i,t}$ | .1753186 | 1.97 | 0.0480 |
| $FF_{i,t}$ | .0034098 | 0.02 | 0.988 |
| $FF_{i,t} * CashFlow_{i,t-1}$ | -.1540037 | -0.62 | 0.537 |
| Size | .0194832 | 0.02 | 0.985 |
| Cons | -.2881962 | -0.09 | 0.928 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات stata 11

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الانفاق الرأسمالي ($Ce_{i,t}$) ونسبة الانفاق الرأسمالي للسنة السابقة ($Levt-1$).
- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Ce_{i,t}$) ونسبة التدفق الرأسمالي ($CashFlow$).
- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Ce_{i,t}$) وكل من نسبة نمو المبيعات ($Sales$).

- كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة بين نسبة الانفاق الرأسمالي ($Ce_i ; t$) وبين كل من حجم الشركة (Size) والمتغير الوهمي للمرونة المالية (FF)، بالإضافة الى وجود علاقة سالبة بين الانفاق الرأسمالي والتفاعل بين المتغير الوهمي والتدفق النقدي كمؤشر المرونة المالية ($FF * CashFlow$)، لكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع هذه المتغيرات.

- نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات القطرية

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لنموذج الاستثمار، وهذا بالنسبة للشركات في السوق المالي القطري من خلال الجدول رقم (20-4).

جدول رقم (20-4)

نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات القطرية

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 80 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|--------|
| R-sq: 0.2450 | | Number of groups | 16 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | Prob > F | 0.0454 |
| | Coef. | T | P>t |
| $Ce_i ; t$ | | | |
| $Ce_i ; t-1$ | -.1240454 | -2.01 | 0.043 |
| $CashFlow_{i,t-1}$ | .1674229 | 1.99 | 0.046 |
| $Sales_{i,t}$ | .0339012 | 1.96 | 0.048 |
| $FF_{i,t}$ | .0573376 | 0.38 | 0.703 |
| $FF_{i,t} * CashFlow_{i,t-1}$ | .0097258 | 0.05 | 0.963 |
| Size | .636337 | 1.15 | 0.256 |
| Cons | -2.016326 | -2.04 | 0.421 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات stata 11

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الانفاق الرأسمالي ($Cei ; t$) ونسبة الانفاق الرأسمالي للسنة السابقة ($Levt-1$).
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Cei ; t$) ونسبة التدفق الرأسمالي ($CashFlow$).
- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Cei ; t$) وكل من نسبة نمو المبيعات ($Sales$)، مما يدل على ان نسبة النمو في المبيعات تلعب دورا هاما في القرارات الاستثمارية كما جاء في العديد من الدراسات السابقة.
- كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة بين نسبة الانفاق الرأسمالي ($Cei ; t$) وبين كل من حجم الشركة ($Size$) والمتغير الوهمي للمرونة المالية (FF)، بالإضافة الى وجود علاقة موجبة بين الانفاق الرأسمالي والتفاعل بين المتغير الوهمي والتدفق النقدي كمؤشر المرونة المالية ($FF * CashFlow$)، لكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع هذه المتغيرات.

- نتائج تحليل نموذج الاستثمار لجميع الشركات محل الدراسة

سنلخص نتائج تحليل نموذج الانحدار لنموذج الاستثمار، وهذا بالنسبة لجميع الشركات

الصناعية محل الدراسة من خلال الجدول رقم (21-4).

جدول رقم (21-4)

نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات الصناعية محل الدراسة

| Fixed-effects (within) regression | | Number of Obs | 1250 |
|-----------------------------------|-----------|--------------------|--------|
| R-sq: 0.2359 | | Number of groups | 250 |
| | | Obs per group: min | 5 |
| | | Prob > F | 0.0238 |
| $Ce_{i,t}$ | Coef. | T | P>t |
| $Ce_{i,t-1}$ | -.0830565 | -2.25 | 0.025 |
| CashFlow $_{i,t-1}$ | .0919502 | 2.05 | 0.043 |
| Sales $_{i,t}$ | .0180437 | 2.03 | 0.045 |
| FF $_{i,t}$ | -.0128739 | -0.25 | 0.804 |
| FF $_{i,t}$ *CashFlow $_{i,t-1}$ | -.015899 | -0.18 | 0.858 |
| Size | .0383905 | 0.33 | 0.744 |
| Cons | -.0989016 | -1.99 | 0.047 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات 11 stata

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الانفاق الرأسمالي ($Ce_{i,t}$) ونسبة الانفاق الرأسمالي للسنة السابقة ($Levt-1$).
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Ce_{i,t}$) ونسبة التدفق الرأسمالي (CashFlow)، مما يشير إلى أن وجود اختلالات او عيوب في سوق راس المال قد يؤدي إلى اعتماد الشركات؛ على الأقل جزئيا على الأموال الداخلية من أجل الاستثمار.

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة ($Cei ; t$) وكل من نسبة نمو المبيعات ($Sales$)، مما يدل على ان نسبة النمو في المبيعات تلعب دورا هاما في القرارات الاستثمارية كما جاء في العديد من الدراسات السابقة.
- كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة بين نسبة الانفاق الرأسمالي ($Cei ; t$) وبين كل من حجم الشركة ($Size$)، بالإضافة الى وجود علاقة سالبة بين الانفاق الرأسمالي وبين كل من المتغير الوهمي للمرونة المالية (FF) والتفاعل بين المتغير الوهمي والتدفق النقدي كمؤشر المرونة المالية ($FF * CashFlow$)، لكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع هذه المتغيرات، مما يشير إلى أن الشركات بعد فترة من الاحتفاظ برافعة مالية معتدلة قد لا تميل الى الاستثمار أكثر كما كان متوقعا. فالشركات التي تتمتع بمرونة مالية تكون أكثر عرضة لخطر الاختلالات في السوق، وبالتالي فان قدرتها على الاستثمار تتأثر بتكاليف الوكالة ومشكلة عدم تماثل المعلومات كما هو الحال بالنسبة للشركات الأخرى. بالإضافة إلى ذلك لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة ومعدل الانفاق والمرونة المالية، وبالتالي فانه لا يوجد تأثير هام لحجم الشركة.

2-3 نتائج اختبار الفرضيات

يمكن أن نلخص أهم نتائج الدراسة في النقاط التالية:

بالنسبة للفرضية الأولى فقد نصت على أن المرونة المالية التي تتحقق من خلال اتباع الشركة لسياسة رفع مالي معتدلة؛ تكون أكثر أهمية بالنسبة للشركات الصغيرة، الشركات متوسطة الحجم. وبالاعتماد على نتائج تحليل النموذج تبين أن تباين قيمة المرونة المالية بين الشركات التي تواجه درجات مختلفة من القيود المالية ليس له علاقة بقدرة الشركات محل الدراسة على الاستثمار. أي ان هذه الشركات سواء كانت صغيرة أو كبيرة لن تتأثر سياستها الاستثمارية بمدى اتباعها لسياسة رفع مالي متحفظة على عكس ما كان متوقع. وبالتالي سيتم رفض الفرضية الأولى.

بالنسبة للفرضية الثانية فقد نصت على أن المرونة المالية ترتبط بقدرة الشركة على القيام بالاستثمار في المستقبل على الرغم من المعوقات التي تعرقل الفرص المربحة الممكنة للنمو. وبالاعتماد على نتائج تحليل النموذج تبين أن وضع المرونة المالية في الواقع ليس له أي تأثير على قدرة الاستثمارية للشركات محل الدراسة. وبالتالي سيتم رفض الفرضية الثانية.

خلاصة

تطرقت الباحثة في هذا الفصل الى التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة و تحليل مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، ثم عرض لنتائج تحليل النموذج واختبار الفرضيات، وفي الأخير عرضت أهم النتائج التي توصلت اليها الدراسة، وهذا باستخدام عينة واسعة تكونت من سبعة أسواق مالية و250 شركة صناعية، حيث عرفت المؤسسات التي تحتفظ بمرونة مالية منخفضة لفترة معينة على انها شركات مرنة ماليا، ويمكن استخلاص المرونة المالية من خلال الانحراف السلبي بين نسبة الرافعة المالية المقدرة والرافعة المالية الفعلية، وبالتالي يمكن تصنيف الشركة انها ذات مرونة مالية إذا كانت تحتفظ برافعة مالية منخفضة على الأقل لمدة 3 سنوات.

ومن أجل اختبار ما إذا كانت المرونة المالية لها أي تأثير على القدرة الاستثمارية للشركات محل الدراسة. تم استخدام نموذج الاستثمار المعزز بالمتغير الوهمي للمرونة المالية بالإضافة الى التفاعل بين هذا المتغير الوهمي ونسبة التدفق النقدي للشركة. وتبين لنا من خلال النتائج أن وضع المرونة المالية في الواقع ليس له أي تأثير على القدرة الاستثمارية للمؤسسات محل الدراسة، كما أن تباين قيمة المرونة المالية بين المؤسسات التي تواجه درجات مختلفة من القيود المالية ليس له علاقة بقدرة المؤسسات محل الدراسة على الاستثمار. أي ان هذه المؤسسات سواء كانت صغيرة أو كبيرة لن تتأثر سياستها الاستثمارية بمدى اتباعها لسياسة رفع مالي متحفظة على عكس ما كان متوقع.

خاتمة

خاتمة

انطلاقاً من أهمية المرونة المالية للشركة، والتي تعبر عن قدرة الشركة على إعادة هيكلة رأسمالها بتكاليف منخفضة. و بما أن الشركات التي تتمتع بالمرونة المالية تكون أكثر قدرة على مواجهة التعثر المالي من الشركات الأخرى عند اتخاذ قرارات الشركة التمويلية والاستثمارية. فقد حاولت هذه الدراسة الربط بين المرونة المالية للشركة وقدرتها على الاستثمار. وذلك بهدف معرفة فيما إذا كانت الفائدة التي تعود على الشركة انطلاقاً من كونها تتمتع بدرجة من المرونة المالية تتغير فيما بين الشركات. حيث تمثل عملية اتخاذ القرارات في الاستثمارات الاتجاهات الحديثة في الفكر المالي والاستثماري المعاصر وهي تنطوي على تحديد نوعية الأصول التي يجب أن يمتلكها المشرع سواء كانت أصولاً ثابتة أم أصولاً متداولة. كما تهتم قرارات الاستثمار بكيفية توظيف هذه الأصول على نحو أمثل لتحقيق أقصى عائد ممكن بأقل مخاطر. ولا يختلف القرار الاستثماري في طبيعته عن أي قرار آخر باعتباره اختياراً من بين بدائل متاحة.

سنتناول فيما يلي النتائج التي تم التوصل إليها باستخدام نموذج الدراسة، وبناء على هذه النتائج تقترح الباحثة بعضاً من التوصيات التي ترى أنها قد تكون مفيدة للدراسات المستقبلية.

نتائج الدراسة

يمكن أن نلخص أهم نتائج الدراسة في النقاط التالية:

أولاً، باستخدام عينة واسعة تكونت من سبعة أسواق مالية و280 شركة صناعية في الفترة الممتدة بين عامي 2010 و2014، فإن الشركات التي تحتفظ بمرونة مالية منخفضة لفترة معينة تعرف على انها شركات مرنة مالياً، وبما ان المرونة المالية يمكن استخلاصها بشكل غير مباشر من خلال الانحراف السلبي بين نسبة الرافعة المالية المقدرة والرافعة المالية الفعلية، فإنه يمكن تصنيف الشركة انها ذات مرونة مالية إذا كانت تحتفظ برافعة مالية منخفضة على الأقل لمدة 3 سنوات متتالية.

ثانياً، قمنا باختبار ما إذا كانت المرونة المالية لها أي تأثير على القدرة الاستثمارية للشركات محل الدراسة. ففي ظل وجود اختلالات في السوق، قد تستجيب الشركة التي تتوقع خيارات نمو قيمة في المستقبل من خلال اتباع سياسة رفع مالي منخفضة لعدد من السنوات. بهذه الطريقة تتمكن الشركات ذات المرونة المالية من الاحتفاظ بما يكفي من القدرة الإقتراضية لتتمكن من الاستعادة من الأموال الخارجية والاستثمار أكثر في السنوات التي تلي سياسة الرفع المتحفظة. لاختبار هذه الفرضية تم استخدام نموذج الاستثمار المعزز بالمتغير الوهمي للمرونة المالية بالإضافة الى التفاعل بين هذا المتغير الوهمي ونسبة التدفق النقدي للشركة. وتبين لنا من خلال النتائج أن وضع المرونة المالية في الواقع ليس له أي تأثير على قدرة الاستثمارية للشركات محل الدراسة.

كما توصلت الدراسة إلى أن تباين قيمة المرونة المالية بين الشركات التي تواجه درجات مختلفة من القيود المالية ليس له علاقة بقدرة الشركات محل الدراسة على الاستثمار. أي ان هذه

الشركات سواء كانت صغيرة أو كبيرة لن تتأثر سياستها الاستثمارية بمدى اتباعها لسياسة رفع مالي متحفظة على عكس ما كان متوقع.

الاقتراحات

بناء على نتائج الدراسة تقترح الباحثة:

الاهتمام أكثر بالمرونة المالية، وذلك باستخدامها كأداة قد تسهم في حل مشاكل التمويل، وبالتالي تمكين الشركات من الاستفادة من الفرص الاستثمارية، وهذا من شأنه الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل والذي يسهم في تعظيم ثروة المالكين،

في ظل الظروف الاقتصادية والأزمات المالية، فإنه يتوجب على الشركات الصناعية، الاتجاه نحو التمويل عن طريق استخدام مصادر التمويل الداخلي والديون الآمنة، وهذا من أجل تجديد المرونة المالية بدلا من الاعتماد على الاقتراض بشكل كبير في تمويل استثماراتها.

بالنسبة لافاق البحث، فتقترح الباحثة اضافة شركات صناعية لاسواق مالية أخرى مثل أسواق المال للمغرب العربي، لبنان، سوريا، البحرين وغيرها. بالاضافة الى ذلك تقترح الباحثة التوسع في البحث أكثر، من خلال دراسة مدى مساهمة الاعتماد على المرونة المالية في مواجهة الشركات للأزمات المالية.

قائمة

المراجع والملاحق

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

الحناوي، محمد. مصطفى، نهال فريد. 2006. **مبادئ وإساسيات الاستثمار**. دار المكتب الجامعي

الحديث. الأردن. ص 20

العامري، محمد علي إبراهيم. 2010. **الإدارة المالية المتقدمة**، دار الإثراء للنشر والتوزيع، عمان،

الأردن.

العارضى، جليل كاظم مدلول. الشمري، ارشد عبد الامير جاسم. 2012. **استراتيجيات الادارة المالية**.

دار الصفاء للنشر والتوزيع. الطبعة الأولى. عمان. الاردن.

الشراح، رمضان. 2005. **الاستثمار: النظرية والتطبيق**. ذات السلاسل للنشر والتوزيع. الطبعة

الاولى. الكويت.

الكايد، محمد أحمد. 2010. **الادارة المالية الدولية والعالمية التحليل المالي والاقتصادي**. دار كنوز

المعرفة. الطبعة الأولى. عمان الأردن. ص 178.

المرسي، جمال الدين محمد. واللحج، أحمد عبد الله. 2010. **الإدارة المالية – مدخل اتخاذ القرارات**،

الدار الجامعية.

المغربي، ابراهيم متولى الحسن. 2011. دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي من

منظور الاقتصاد الاسلامي والانظمة الاقتصادية المعاصرة. دار الفكر الجامعي. الطبعة

الأولى. الاسكندرية. مصر.

النعيمي، عدنان تايه. والخرشة، ياسين كاسب. 2007. أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى،

دار المسيرة، عمان.

خصاونة، محمد قاسم. 2011. أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الاولى، دار الفكر، عمان.

شموط، مروان. كنجو، كنجو عبود. 2008. أسس الاستثمار. الشركة العربية المتحدة للتسويق

والتوريدات. القاهرة.

مطر، محمد. 2015. إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات. دار وائل للنشر والتوزيع.

الطبعة سابعة. عمان. الأردن.

هندي، منير. 1998. الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الطبعة الثانية، منشأة المعارف

بالإسكندرية، مصر.

المراجع الأجنبية

Arslan, Ozgur. Florackis, Chrisostomos. Ozkan, Aydin. 2011. "Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance." Available at: <http://ssrn.com/abstract=1234682>.

Anastassiadis, Friederike. Mubhoff, Oliver. 2013. *Evaluating the role of financial flexibility in farmers' investment decisions using latent class analysis*. Paper prepared for presentation at the 87th Annual Conference of the Agricultural Economics Society, University of Warwick, United Kingdom

Bancel, Frank. Mittoo, Usha, R. 2010. "Financial Flexibility and the Global Financial Crisis Evidence from France." *International journal of managerial finance*. 7 (2): 179.216.

Bartram, Söhnke M. 2014. Corporate Financial Flexibility and Real Investment. Available at: <http://ssrn.com/abstract=2395843>

Bodie, Zvi. Kane, Alex. Marcus, Alan J. 2009. **Investments**. McGraw-Hill international edition. eighth edition. USA.

Brigham, F. and Gapenski, C. 1996. "Financial Management. Theory and Practice." 5th edition. The Dryden press. New York.

Byoun, S. 2011. "Financial Flexibility and Capital Structure Decision." Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108850>.

Clark, B .2010."The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidence." available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108850>.

Daniel, Naveen D. Denis, David J. Naveen, Lalitha. 2010. "Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls." Available at: <http://ssrn.com/abstract=969792>.

De Angelo, H, De Angelo, L and Stulz, René. M. 2007. "Fundamentals, Market Timing and Seasoned Equity Offerings." National Bureau of Economics Research working paper 13285.

Denis, David J. Mckee, Stephen B. 2010. "Debt Financing and Financial Flexibility Evidence from Pro-active Leverage Increases." Available at: <http://ssrn.com/abstract=1361171>.

Donaldson, G. 1961. "Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity." *Harvard Business School, Division of Research, Harvard University*.

Fairhurst, Douglas J. 2013. Financial flexibility and short-term financing needs: Evidence from seasonal firms. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2255792>

Fama, E., and K. French, 2002. "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt." *Review of Financial Studies*. 15, 1-33.

Ferrando, Annalisa. Marchica, Maria Teresa. Mura, Roberto. 2014. "Financial Flexibility Across The Euro Area And UK". Available at: <http://ssrn.com/abstract=2246581>.

Gamba, Andrea. Triantis, Alexander j. 2008. "The Value of Financial Flexibility." *Journal of Finance*. 58, 2263-2296, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=677086>.

- Gdala, Iweta. 2009. "*Financial Flexibility and Investment: Evidence from the Warsaw Stock Exchange.*" Aarhus School of Business. University of Aarhus.
- Goto, Shingo. Yanase, Noriyoshi. 2013. Financial Flexibility and Tax Incentives: Evidence from Defined Benefit Corporate Pension Plans in Japan. *The Geneva Papers*, 2013, (753–776) © 2013 The International Association for the Study of Insurance Economics 1018-5895/13 www.genevaassociation.org
- Graham, John R. Harvey, Campbell R. 2001. "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field." *Journal of Financial Economics*. 61,187-243.
- Hackbarth, Dirk. Hennessy, Christopher A. Leland, Hayne E. 2007. "Can Trade off Theory Explain Debt Structure?" *The Review of Financial Studies*. 20 (5). 2007.
- Harris, M. Raviv, A. 1991. "Theory of Capital Structure." *Journal of Economics*. 46 (1): 297-355.
- Jenson, MC, and W. Meckling. 1976. "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure." *Journal of financial economics*. 3, 305-360.
- Jun, S.G, and Jen, F.C. 2003. "Trade Off Model of Debt Maturity Structure." *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 20,5-34.
- Killi, A. and Rapp, M. S. and Schmid, T. 2011. "Can Financial Flexibility Explain the Debt Conservatism Puzzle? Cross-Country Evidence From Listed Firms." Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1814182>.

- Lambrinoudakis, Costas. Neumann, Michael. Skiadopoulos, George. 2014. Capital structure and financial flexibility: Expectations of future shocks. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2498481>
- Laporta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and R. Vishny. 2000. "Agency Problems and Dividend Policies Around The World." *Journal of Finance*. 55, 1- 33.
- Leary, M.T, and Roberts, M.R. 2004. "Financial Slack And Tests of Pecking Order's Financing Hierarchy." Duke University Working Paper.
- Lemmon, M., and J. F. Zender. 2004. "Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories." University of Utah and University of Colorado working paper.
- Lie, E., 2005. "Financial Flexibility, Performance, and The Corporate Payout Choice." *Journal of Business*. 78,1-23.
- Loughran, T., and J. Ritter. 1997. "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings." *Journal of Finance*. 52, 1823-1950.
- Marchica, M., and Mura. R. 2010. "Financial Flexibility, Investment Ability and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity." *Financial Management*. 39 (4): 1339–1365.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller. 1958. "The cost of capital. Corporation Finance and Theory investment." *The American Economic Review*. (June). 48 (3).

Modigliani, Franco and Merton, H. Miller. 1963. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: Correction." *The American Economic Review*. 3, 433-443.

Myers, C. Stewart. 1984. "The Capital Structure Puzzle." *The Journal of Finance*. (3), 575-595.

Myers, C. Stewart. N. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics*. 12, 187-221.

Singh, K., and Hodder, J. E .2000. "Multinational Capital Structure and Financial Flexibility." *Journal of International Money and Finance*. 19, 853-884.

Vithessonthi, Chaiporn. 2010. "Financial Flexibility, Financial System, and Organizational Change." Available at: <http://ssrn.com/abstract=1548227> *The Business Review*, 15 (1): 72-82.

المواقع الالكترونية

www.mubasher.info موقع مباشر للأسواق المالية العربية والمعلومات والبيانات الاحصائية

www.argaam.com موقع ارقام الاستثمارية لمتابعة الاسواق المالية والمعلومات والبيانات

الاحصائية

www.tadawul.com.sa: الاحصائي للسوق المالية السعودية (تداول) 2014 - الموقع الإلكتروني للسوق التقرير السنوي

www.ase.com: الموقع الإلكتروني لسوق عمان المالي

www.kuwaitse.com: التقرير السنوي لسوق الكويت للأوراق المالية 2014 - الموقع الإلكتروني للسوق

www.egx.com.eg: التقرير السنوي للبورصة المصرية 2014 - الموقع الإلكتروني للبورصة

www.isx-iq.net: التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية 2014 - الموقع الإلكتروني للسوق

www.dfm.ae: الموقع الإلكتروني لسوق دبي المالي

www.adx.ae: الموقع الإلكتروني لسوق أبو ظبي للأوراق المالية

www.esm.sca.ae: التقرير السنوي لسوق الإمارات للأوراق المالية 2014 - الموقع الإلكتروني للسوق

www.qe.com.qa: التقرير السنوي لبورصة قطر 2014 - الموقع الإلكتروني للبورصة

www.msm.gov.om: التقرير السنوي لسوق مسقط للأوراق المالية 2014 - الموقع الإلكتروني للسوق

قائمة الملاحق

ملحق رقم (1)

قائمة المؤسسات الصناعية محل الدراسة

| السوق المالية السعودية (تداول) | |
|---|------|
| الصناعات البتروكيماوية | |
| الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات | 2310 |
| الشركة السعودية للصناعات الأساسية | 2010 |
| الشركة المتقدمة للبتروكيماويات | 2330 |
| الشركة الوطنية للبتروكيماويات | 2002 |
| المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي | 2250 |
| شركة الأسمدة العربية السعودية | 2020 |
| شركة التصنيع الوطنية | 2060 |
| شركة الصحراء للبتروكيماويات | 2260 |
| شركة اللجين | 2170 |
| شركة رابع للتكرير والبتروكيماويات | 2380 |
| شركة كيان السعودية للبتروكيماويات | 2350 |
| شركة كيماويات الميثانول | 2001 |
| شركة نماء للكيماويات | 2210 |
| شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات | 2290 |
| الاسمنت | |
| شركة أسمنت الجوف | 3091 |
| شركة أسمنت العربية | 3010 |
| شركة أسمنت القصيم | 3040 |
| شركة أسمنت المدينة | 3003 |
| شركة أسمنت المنطقة الجنوبية | 3050 |
| شركة أسمنت المنطقة الشرقية | 3080 |
| شركة أسمنت المنطقة الشمالية | 3004 |
| شركة أسمنت اليمامة | 3020 |
| شركة أسمنت ام القرى | 3005 |
| شركة أسمنت تبوك | 3090 |
| شركة أسمنت حائل | 3001 |

| | |
|--|------|
| شركة أسمنت نجران | 3002 |
| شركة أسمنت ينبع | 3060 |
| شركة الإسمنت السعودية | 3030 |
| الزراعة والصناعات الغذائية | |
| الشركة السعودية للأسمك | 6050 |
| الشركة السعودية لمنتجات الألبان والأغذية | 2270 |
| الشركة الوطنية للتنمية الزراعية | 6010 |
| شركة الجوف الزراعية | 6070 |
| شركة الخطوط السعودية للتموين | 6004 |
| شركة الشرقية للتنمية | 6060 |
| شركة القصيم الزراعية | 6020 |
| شركة المراعي | 2280 |
| شركة بيشة للتنمية الزراعية | 6080 |
| شركة تبوك للتنمية الزراعية | 6040 |
| شركة جازان للتنمية | 6090 |
| شركة حلواني إخوان | 6001 |
| شركة هرفي للخدمات الغذائية | 6002 |
| شركة وفرة للصناعة والتنمية | 2100 |
| مجموعة أنعام الدولية القابضة | 4061 |
| مجموعة صافولا | 2050 |
| الاستثمار الصناعي | |
| الشركة السعودية لصناعة الورق | 2300 |
| الشركة السعودية للصادرات الصناعية | 4140 |
| الشركة السعودية للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية | 2070 |
| الشركة الكيمائية السعودية | 2230 |
| الشركة الوطنية لتصنيع وسبك المعادن | 2220 |
| شركة التعدين العربية السعودية | 1211 |
| شركة الحسن غازي إبراهيم شاكر | 1214 |
| شركة الشرق الأوسط لصناعة وإنتاج الورق | 1202 |
| شركة الصناعات الزجاجية الوطنية | 2150 |
| شركة الصناعات الكيمائية الأساسية | 1210 |
| شركة عبداللطيف للاستثمار الصناعي | 2340 |
| شركة تصنيع مواد التعبئة والتغليف | 2180 |
| شركة تكوين المتطورة للصناعات | 1201 |
| مجموعة أسترا الصناعية | 1212 |
| مجموعة السريع التجارية الصناعية | 1213 |

| التشييد والبناء | |
|--|------|
| الشركة السعودية لأنابيب الصلب | 1320 |
| الشركة السعودية لإنتاج الأنابيب الفخارية | 2360 |
| الشركة السعودية للتنمية الصناعية | 2130 |
| الشركة العربية للأنابيب | 2200 |
| شركة أبناء عبدالله عبدالمحسن الخضري | 1330 |
| شركة أميانتيت العربية السعودية | 2160 |
| شركة اتحاد مصانع الأسلاك | 1301 |
| شركة الباطين للطاقة والاتصالات | 2320 |
| شركة البحر الأحمر لخدمات الإسكان | 4230 |
| شركة الجبس الأهلية | 2090 |
| شركة الخزف السعودي | 2040 |
| شركة الزامل للاستثمار الصناعي | 2240 |
| شركة الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة | 2370 |
| شركة الصناعات الكهربائية | 1303 |
| شركة الكابلات السعودية | 2110 |
| شركة بوان | 1302 |
| مجموعة محمد المعجل | 1310 |

| سوق عمان المالي | |
|--|------|
| الأدوية و الصناعات الطبية | MPHA |
| الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيمائية والمستلزمات الطبية | JPHM |
| الأردنية لإنتاج الأدوية | HPIC |
| الحياة للصناعات الدوائية | PHIL |
| فيلادلفيا لصناعة الأدوية | DADI |
| دار الدواء للتنمية والاستثمار | APHC |
| المركز العربي للصناعات الدوائية | INOH |
| الصناعات الكيماوية | MBED |
| المتكاملة للمشاريع المتعددة | IPCH |
| العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية | ICAG |
| الصناعات البتروكيماوية الوسيطة | ACDT |
| الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج | JOIC |
| المتصدرة للأعمال والمشاريع | UNIC |
| الصناعات الكيماوية الاردنية | NATC |
| العالمية للصناعات الكيماوية | JOIR |
| الوطنية لصناعة الكلورين | PERL |
| الموارد الصناعية الأردنية | APCT |
| صناعات الورق و الكرتون | JOPC |
| اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي | EKPC |
| العربية للمشاريع الاستثمارية | NATP |
| مصانع الورق والكرتون الأردنية | AIFF |
| الطباعة و التغليف | NDAR |
| الاقبال للطباعة والتغليف | JVOI |
| الأغذية و المشروبات | FNVO |
| الوطنية للدواجن | SNRA |
| المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار | JPPC |
| دار الغذاء | JODA |
| مصانع الزيوت النباتية الأردنية | GENI |
| الوطنية الأولى لصناعة وتكرير الزيوت النباتية | UCVO |
| سنيورة للصناعات الغذائية | |
| الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها | |
| الألبان الأردنية | |
| الاستثمارات العامة | |
| القرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية | |

| | |
|---|------|
| العالمية الحديثة للزيوت النباتية | UMIC |
| التبغ والسجائر | |
| مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر | UTOB |
| الإقبال للاستثمار | EICO |
| الصناعات الاستخراجية والتعدينية | |
| حديد الأردن | JOST |
| الوطنية لصناعات الألمنيوم | NATA |
| الاستثمارات والصناعات المتكاملة | INTI |
| الدولية لصناعات السيليكا | SLCA |
| شركة الترافرتين | TRAV |
| الوطنية لإنتاج النفط والطاقة الكهربائية من الصخر الزيتي | JOSE |
| المتحدة لصناعة الحديد والصلب | MANS |
| رخام الأردن | JMCO |
| سبأ لسكب المعادن | SHBA |
| اسمنت الشمالية | NCCO |
| العامّة للتعدين | GENM |
| العربية لصناعة الألمنيوم/ارال | AALU |
| الوطنية لصناعة الصلب | NAST |
| مناجم الفوسفات الأردنية | JOPH |
| مصانع الاسمنت الأردنية | JOCM |
| البوتاس العربية | APOT |
| الصناعات الهندسية و الانشائية | |
| الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية | RMCC |
| رم علاء الدين للصناعات الهندسية | IENG |
| العربية لصناعة المواسير المعدنية | ASPM |
| القدس للصناعات الخرسانية | AQRM |
| أساس للصناعات الخرسانية | ASAS |
| الأردنية لصناعة الأنابيب | JOPI |
| الجنوب لصناعة الفلاتر | AJFM |
| الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو | WOOD |
| الصناعات الكهربائية | |
| الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة/مسك_الأردن | JNCC |
| العربية للصناعات الكهربائية | AEIN |
| مصانع الكابلات المتحدة | UCIC |
| الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية | WIRE |
| صناعات الملابس و الجلود و النسيج | |

| | |
|--------------------------------------|------|
| الزبي لصناعة الألبسة الجاهزة | ELZA |
| مجموعة العصر للاستثمار | CEIG |
| اتحاد النساجون العرب | ARWU |
| الألبسة الأردنية | CJCC |
| مصانع الأجواخ الاردنية | JOWM |
| عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية | WOOL |
| الصناعات الزجاجية و الخزفية | |
| الدولية للصناعات الخزفية | ICER |
| مصانع الخزف الأردنية | JOCF |

| سوق الكويت للأوراق المالية | |
|----------------------------|--|
| الصناعة | |
| يوباك | |
| مشرف للتجارة | |
| إجيليتي | |
| سيتي جروب | |
| الوطنية للميادين | |
| نفائس | |
| الرابطة | |
| المعامل | |
| المجموعة التعليمية القابضة | |
| تنظيف | |
| صفوان | |
| المجموعة المشتركة | |
| الإمтиازات الخليجية | |
| هيومن سوفت | |
| إسمنت أم القيوين | |
| رأس الخيمة للإسمنت الأبيض | |
| إسمنت الخليج | |
| إسمنت الفجيرة | |
| إسمنت الكويت | |
| الشارقة للإسمنت | |
| ميرد | |
| الخصوصية القابضة | |
| الافكو | |

| |
|---------------------------------------|
| كي جي ال لوجستيك |
| صناعات التبريد |
| الخليج للكابلات |
| الصناعات الثقيلة وبناء السفن |
| اسمنت بورتلاند |
| الشعبية الصناعية |
| المعادن والصناعات التحويلية |
| أسيكو |
| الخليج للزجاج |
| إسمنت الهلال |
| التغليف |
| الصناعات الوطنية لمواد البناء |
| الكويتية لصناعة مواد البناء |
| المعدات القابضة |
| استهلاكية |
| صناعة وتجارة الجبس |
| صناعة وتجارة الجبس |
| الصلوخ |
| النفط والغاز |
| الخليجية للاستثمار البترولي (بتروجلف) |
| إيكاروس للصناعات النفطية |
| بيت الطاقة القابضة |
| وطنية للخدمات البترولية (نابيسكو) |
| الالبترولية المستقلة |
| برقان لحفر الآبار |

| |
|----------------------------|
| المقاولات والخدمات البحرية |
| المواد الأساسية |
| الكوت للمشاريع الصناعية |
| بوبيان للبتروكيماويات |
| السكب |
| القرين للبتروكيماويات |
| السلع الاستهلاكية |
| الكويتية للمسالخ |
| الوطنية للمسالخ |
| الكويتية للأغذية |
| المتحدة للدواجن |
| نقل وتجارة المواشي |
| دانة الصفاة |
| النخيل |
| ميزان القابضة |

البورصة المصرية

البتروكيماويات والتكرير

أبو قير للأسمدة

المالية والصناعية المصرية

سيدي كرير للبتروكيماويات (سيدبك)

الإسكندرية للزيوت المعدنية (أموك)

الصناعة

غبور للسيارات (جي بي اوتو)

الشرقية للدخان (إيسترن كومباني)

العربية لحليج الأقطان

العربية وبولفارا للغزل والنسيج - يونيراب

النساجون الشرقيون

النصر للملابس والمنسوجات (كابو)

المصرية الدولية للصناعات الدوائية (إيبىكو)

السويدى اليكترويك

اسيك للتعددين (اسكوم)

العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية

حديد عز

مصر للألومنيوم

الإسكندرية للغزل والنسيج (سبينالكس)

النيل لحليج الاقطان موقوفة عن التداول

الكابلات الكهربائية المصرية

الاسمنت

العربية للإسمنت

أسمنت بورتلاند طرة المصرية

اسمنت سيناء

جنوب الوادي للأسمنت

السويس للأسمنت

التشييد والبناء

ليسيكو - مصر

اوراسكوم للإنشاء والصناعة

الصعيد العامة للمقاولات و الاستثمار العقارى

الزراعة والصناعات الغذائية

الدولية للمحاصيل الزراعية

جهينة

الزيوت المستخلصة ومنتجاتها

سوق العراق للأوراق المالية

الصناعة

بغداد لصناعة مواد التغليف
بغداد للمشروبات الغازية
البييرة الشرقية
الصناعات الالكترونية
الفلوجة لانتاج المواد الانشائية
الوطنية لصناعة وتجارة الاثاث
الهلال الصناعية
العراقية لصناعات الكارتون
العراقية لتصنيع وتسويق التمور
العراقية للاعمال الهندسية
العراقية للسجاد والمفروشات
كركوك لانتاج المواد الانشائية
الخازر لانتاج المواد الانشائية
الكندي لانتاج اللقاحات البيطرية
المنصور للصناعات الدوائية
الصنائع الكيماوية العصرية
صناعة المواد الانشائية الحديثة
الصناعات المعدنية والدراجات
الخيطة الحديثة
صناعات الاصباغ الحديثة
الصناعات الكيماوية والبلاستيكية
نينوى للصناعات الغذائية
المشروبات الغازية الشمالية
انتاج الالبسة الجاهزة
الصناعات الخفيفة

الزراعة

الاهلية للانتاج الزراعي
العراقية لانتاج وتسويق اللحوم
العراقية للمنتجات الزراعية
العراقية لانتاج البذور
الحديثة للانتاج الحيواني
الشرق الاوسط لانتاج الاسماك

سوق الامارات للأوراق المالية

سوق أبوظبي للأوراق المالية

الانشاءات

أركان
الشارقة للإسمنت
الفجيرة لصناعات البناء
إسمنت الفجيرة
إسمنت الخليج
إسمنت أم القيوين
إسمنت رأس الخيمة
سيراميك رأس الخيمة
رأس الخيمة للإسمنت الأبيض
إسمنت الاتحاد

الصناعة

بلدكو
بناء السفن
طيران أبوظبي
الجرافات

سوق دبي للأوراق المالية

الصناعة

السلع الاستهلاكية

(NCC) شركة الإسمنت الوطنية (ش.م.ع.)
(NIND) مجموعة الصناعات الوطنية القابضة (ش.م.ك.)
(DRC) شركة دبي للمرطبات ش.م.ع. شركة دبي للمرطبات
(DUBAIPARKS) دبي باركس اند ريزورتس (مساهمة عامة)
(ERC) شركة الإمارات للمرطبات ش.م.ع.
(GULFA) شركة غلفا للمياه المعدنية والصناعات التحويلية
(ش.م.ع.) -
(MARKA) شركة ماركة ش.م.ع.

الأغذية المتحدة (UFC) شركة الأغذية المتحدة (ش م ع)

(UNIKAI) شركة كايبارا المتحدة للألبان (ش.م.ع.)

ملحق رقم (2)

مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي السعودي

*, ** Correlation is significant at 0.01, 0.05 levels

| | lev | size | tang | prof | dep | Tax | cash | age | sales | ce | Cashflow |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| lev | 1.0000 | | | | | | | | | | |
| size | 0.2537 | 1.0000 | | | | | | | | | |
| tang | 0.1010 | - | 1.0000 | | | | | | | | |
| prof | - | 0.0095 | 0.0829 | 1.0000 | | | | | | | |
| dep | 0.1043 | 0.0118 | - | 0.4783 | 0.2268 | 1.0000 | | | | | |
| tax | 0.0708 | 0.0122 | - | 0.0412 | 0.0671 | 0.0241 | 1.0000 | | | | |
| cash | - | - | 0.0468 | 0.0895 | 0.3974 | 0.0829 | 1.0000 | | | | |
| age | - | - | 0.0752 | 0.0078 | 0.0963 | 0.0421 | - | 1.0000 | | | |
| sales | 0.1048 | 0.0838 | 0.0655 | 0.0558 | - | - | 0.0486 | 0.0094 | - | 1.0000 | |
| ce | - | 0.0207 | 0.1783 | 0.0655 | 0.0558 | - | 0.0094 | - | 0.1440 | 0.0559 | 1.0000 |
| cashflow | 0.1089 | 0.0718 | 0.1569 | 0.0094 | - | 0.0202 | - | 0.0100 | 0.0763 | 0.0874 | 1.0000 |
| | 0.0543 | 0.2920 | 0.1854 | 0.4557 | 0.1088 | 0.0370 | - | 0.1486 | 0.1176 | 0.0874 | 1.0000 |
| | | | | | | | 0.0522 | | | | |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج stata 11

ملحق رقم (3)

مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي الاردني

*, ** Correlation is significant at 0.01, 0.05 levels

| | lev | size | tang | prof | dep | tax | cash | age | sales | ce | Cashflow |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| lev | 1.0000 | | | | | | | | | | |
| size | 0.1591 | 1.0000 | | | | | | | | | |
| tang | 0.1560 | - | 1.0000 | | | | | | | | |
| prof | - | - | - | 1.0000 | | | | | | | |
| dep | 0.2126 | 0.0028 | 0.1401 | - | 1.0000 | | | | | | |
| tax | 0.1046 | - | 0.2159 | 0.0594 | - | 1.0000 | | | | | |
| cash | - | - | - | 0.1193 | 0.5077 | 0.0546 | 1.0000 | | | | |
| age | 0.2720 | 0.2718 | 0.2568 | 0.5724 | 0.1209 | 0.3613 | 0.0582 | 1.0000 | | | |
| sales | - | 0.1830 | 0.0538 | 0.0578 | 0.0593 | 0.1110 | - | 0.0483 | 1.0000 | | |
| ce | - | 0.1263 | - | 0.1083 | - | 0.1167 | 0.0129 | - | 0.1100 | 1.0000 | |
| cashflow | 0.1966 | - | 0.1361 | 0.0623 | - | 0.0129 | - | 0.0500 | 0.0044 | 0.0060 | 1.0000 |
| | 0.0525 | 0.0247 | 0.1408 | 0.0214 | - | 0.0145 | 0.0035 | 0.1635 | 0.2963 | 0.0060 | 1.0000 |
| | - | 0.0754 | - | 0.3282 | 0.0236 | 0.1984 | 0.1687 | 0.1635 | 0.2963 | 0.0060 | 1.0000 |
| | 0.3227 | | 0.1498 | | | | | | | | |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج stata 11

ملحق رقم (4)

مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي الكويتي

*, ** Correlation is significant at 0.01, 0.05 levels

| | lev | size | tang | prof | dep | tax | cash | age | sales | ce | Cashflow |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|----------|
| lev | 1.0000 | | | | | | | | | | |
| size | 0.3924 | 1.0000 | | | | | | | | | |
| tang | -0.1195 | 0.0304 | 1.0000 | | | | | | | | |
| prof | 0.2202 | 0.1248 | 0.0246 | 1.0000 | | | | | | | |
| dep | 0.1984 | 0.2189 | 0.3663 | 0.2759 | 1.0000 | | | | | | |
| tax | 0.1281 | 0.0013 | -0.0057 | 0.3366 | 0.1657 | 1.0000 | | | | | |
| cash | 0.3429 | 0.3463 | -0.1747 | 0.3279 | 0.2866 | 0.2172 | 1.0000 | | | | |
| age | 0.1392 | 0.0787 | 0.1076 | -0.0868 | 0.1345 | -0.0655 | -0.0265 | 1.0000 | | | |
| sales | 0.0117 | -0.0068 | 0.0196 | 0.1101 | -0.0022 | 0.0414 | 0.0011 | -0.1008 | 1.0000 | | |
| ce | -0.0062 | -0.0133 | 0.2075 | 0.0920 | -0.0326 | -0.0158 | -0.0399 | 0.0702 | 0.0350 | 1.0000 | |
| cashflow | 0.0782 | 0.2149 | 0.2683 | 0.5582 | 0.2243 | 0.1398 | 0.0869 | 0.051 | 0.0580 | 0.1535 | 1.0000 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج stata 11

ملحق رقم (5)

مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي المصري

*, ** Correlation is significant at 0.01, 0.05 levels

| | lev | size | tang | prof | dep | tax | cash | age | sales | ce | Cashflow |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| lev | 1.0000 | | | | | | | | | | |
| size | 0.5015 | 1.0000 | | | | | | | | | |
| tang | 0.0553 | - | 1.0000 | | | | | | | | |
| prof | - | 0.0535 | - | 1.0000 | | | | | | | |
| dep | 0.2560 | 0.1744 | - | 0.3153 | 1.0000 | | | | | | |
| tax | 0.1545 | 0.2688 | 0.0569 | 0.1117 | 0.1341 | 1.0000 | | | | | |
| cash | - | 0.1804 | - | 0.6578 | 0.1341 | 0.4746 | 1.0000 | | | | |
| age | 0.1147 | - | 0.3284 | - | 0.4557 | 0.2931 | 0.4746 | 1.0000 | | | |
| sales | - | 0.0821 | - | 0.4557 | 0.2931 | 0.4746 | 0.1315 | - | 1.0000 | | |
| ce | 0.1469 | - | 0.3474 | - | 0.2183 | 0.2443 | 0.0916 | 0.0456 | 0.0679 | 1.0000 | |
| cashflow | - | - | 0.3184 | - | 0.1814 | 0.0194 | 0.0831 | 0.0456 | 0.0239 | - | 1.0000 |
| | 0.0767 | 0.3259 | - | 0.2183 | 0.2443 | 0.0916 | 0.1315 | - | 0.0679 | - | 0.0440 |
| | - | - | - | 0.1814 | 0.0194 | 0.0831 | 0.0456 | - | 0.0239 | - | 0.0440 |
| | 0.0693 | 0.0614 | 0.0353 | - | - | - | - | - | 0.0239 | - | 0.0440 |
| | 0.2090 | 0.1464 | - | - | - | - | - | - | 0.0239 | - | 0.0440 |
| | 0.2447 | 0.5301 | - | 0.0861 | 0.1046 | 0.0367 | 0.0422 | - | 0.1632 | 0.1218 | 1.0000 |
| | | | 0.1860 | 0.6068 | 0.2880 | 0.3965 | 0.3304 | - | 0.1632 | 0.1218 | 1.0000 |
| | | | | | | | | 0.2041 | | | |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج stata 11

ملحق رقم (6)

مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي العراقي

*, ** Correlation is significant at 0.01, 0.05 levels

| | lev | size | tang | prof | dep | tax | cash | age | sales | ce | Cashflow |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| lev | 1.0000 | | | | | | | | | | |
| size | 0.1259 | 1.0000 | | | | | | | | | |
| tang | - | - | 1.0000 | | | | | | | | |
| prof | 0.2746 | 0.1758 | | 1.0000 | | | | | | | |
| dep | - | - | 0.1862 | 0.0169 | 1.0000 | | | | | | |
| tax | 0.2798 | 0.0906 | | | | 1.0000 | | | | | |
| cash | 0.1761 | 0.0091 | 0.2512 | 0.1982 | - | 0.0274 | 1.0000 | | | | |
| age | 0.0172 | - | 0.2017 | 0.1216 | - | 0.1839 | 0.0150 | 1.0000 | | | |
| sales | - | - | 0.1111 | 0.3465 | 0.1640 | 0.2084 | 0.3016 | | 1.0000 | | |
| ce | 0.1450 | 0.0898 | | 0.0885 | 0.0699 | - | 0.0356 | 0.0314 | | 1.0000 | |
| cashflow | 0.3236 | 0.1533 | - | - | - | - | - | 0.1050 | 0.1561 | | 1.0000 |
| | - | - | 0.2481 | 0.1485 | 0.0601 | 0.1182 | 0.2268 | - | 0.1681 | - | 1.0000 |
| | 0.1499 | 0.0835 | 0.3242 | 0.0515 | - | 0.0153 | - | 0.1050 | 0.1561 | 1.0000 | |
| | - | 0.1191 | 0.3242 | 0.0515 | - | 0.0153 | - | 0.1050 | 0.1561 | 1.0000 | |
| | 0.1014 | | 0.1085 | 0.6181 | - | 0.1182 | 0.2069 | - | 0.1681 | - | 1.0000 |
| | - | - | 0.1085 | 0.6181 | - | 0.1182 | 0.2069 | - | 0.1681 | - | 1.0000 |
| | 0.1347 | 0.0792 | | | 0.0003 | | | 0.2943 | | 0.0659 | |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج stata 11

ملحق رقم (7)

مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي الاماراتي

*, ** Correlation is significant at 0.01, 0.05 levels

| | lev | size | tang | prof | dep | tax | cash | age | sales | ce | Cashflow |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|----------|
| lev | 1.0000 | | | | | | | | | | |
| size | 0.0056 | 1.0000 | | | | | | | | | |
| tang | -0.3369 | 0.0793 | 1.0000 | | | | | | | | |
| prof | -0.2847 | 0.0084 | -0.1286 | 1.0000 | | | | | | | |
| dep | 0.2453 | -0.4559 | 0.1672 | -0.0843 | 1.0000 | | | | | | |
| tax | 0.2707 | 0.1408 | -0.2354 | 0.1336 | 0.0045 | 1.0000 | | | | | |
| cash | -0.0372 | -0.4392 | -0.0326 | 0.4061 | 0.5122 | -0.0534 | 1.0000 | | | | |
| age | -0.1736 | -0.2010 | -0.2802 | 0.1107 | -0.0940 | -0.0064 | 0.0526 | 1.0000 | | | |
| sales | 0.0344 | 0.0408 | 0.0991 | 0.0347 | -0.0704 | 0.0312 | -0.0642 | 0.0727 | 1.0000 | | |
| ce | -0.0247 | 0.0430 | 0.0606 | 0.3539 | -0.0444 | -0.0569 | 0.1665 | 0.1015 | 0.2502 | 1.0000 | |
| cashflow | -0.2108 | 0.4495 | 0.4975 | 0.3847 | 0.0081 | -0.1213 | -0.0431 | -0.2813 | 0.0333 | 0.2063 | 1.0000 |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج stata 11

ملحق رقم (8)

مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج بالنسبة للسوق المالي القطري

*, ** Correlation is significant at 0.01, 0.05 levels

| | lev | size | tang | prof | dep | tax | cash | age | sales | ce | cashflow |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| lev | 1.0000 | | | | | | | | | | |
| size | 0.0582 | 1.0000 | | | | | | | | | |
| tang | - | - | 1.0000 | | | | | | | | |
| prof | 0.3069 | 0.0912 | | 1.0000 | | | | | | | |
| dep | - | 0.2312 | - | 0.0032 | 1.0000 | | | | | | |
| tax | 0.0773 | - | - | 0.1788 | 0.1789 | 1.0000 | | | | | |
| cash | 0.2651 | 0.1088 | - | 0.1741 | 0.0211 | - | 1.0000 | | | | |
| age | 0.0556 | 0.0403 | 0.1976 | 0.0354 | 0.0971 | - | - | 1.0000 | | | |
| sales | - | - | 0.0419 | 0.0621 | 0.0419 | 0.0621 | 0.0621 | 0.0621 | 1.0000 | | |
| ce | 0.1581 | 0.1500 | 0.0700 | 0.1825 | 0.2645 | - | - | 0.2164 | - | 1.0000 | |
| cashflow | 0.0937 | - | 0.1393 | - | 0.0940 | - | - | 0.0046 | 0.2107 | 0.0771 | 1.0000 |
| | 0.0598 | 0.0626 | 0.1011 | 0.1616 | 0.0595 | 0.1237 | - | 0.0329 | - | 0.0981 | 1.0000 |
| | 0.1564 | 0.0302 | - | 0.7077 | 0.0753 | 0.2321 | 0.2702 | 0.2460 | - | 0.0981 | 1.0000 |
| | | 0.3220 | - | 0.2107 | 0.2298 | 0.2321 | 0.2702 | 0.2460 | - | 0.0981 | 1.0000 |
| | | | 0.2107 | | | | | | 0.1900 | | |

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج stata 11