



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة – الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

فرع علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان:

أثر المرونة المالية على قيمة الشركات

دراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014 –
2020

من إعداد:

قوارح فاطمة الزهراء

نوقشت علنا بتاريخ 2022/6/11 أمام اللجنة المكونة من:

د/ بن شنة فاطمة	(أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	رئيسا
د/عماني لمياء	(أستاذ جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	مشرفا ومقررا
د/بوزيد عصام	(أستاذ محاضر "أ"، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	مناقشا

السنة الجامعية: 2022/2021

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم- :
" وإذا أردت بعبادك فتنةً فقبضنا إليك غير
مفتونين يا رب العالمين "

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى من رضي بالشقاء لأنعم بالراحة إلى من أعطاني كل شيء ولم يطلب مني شيئاً، إلى من لم يبخل علي لا بجهد ولا بمال، إلى أبي أطال الله بعمره وأزاح عنه هموم الدنيا والآخرة.

إلى التي ضحت لألقى، إلى التي كانت تحزن لحزني وتفرح لفرحي، إلى أُمِّي حبيبتي أتمنى لكي شفاءً لا يغادر سقماً.

إلى من حبهم يسري في عروقي، وبوجودهم تطيب الحياة إلى إخوتي وأبنائهم إلى عائلتي الكبيرة.

إلى كل زملائي وزميلاتي.....

إلى كل من جمعني معهم القدر ذكره قلبي ونسيه قلمي....

مع خالص شكري وإحترامي وتقديري.....

قوارح فاطمة الزهراء



شكر وتقدير

بداية الشكر لله عز وجل الذي أعانني وشد من عزمي لإكمال هذا البحث،
ونشكره راكعين الذي بنعمته تتم الصالحات، فالحمد لله ذي المن والفضل والإحسان
حمداً يليق بجلاله وعظمته وصل اللهم على خاتم الرسل من لا نبي بعده.

قال رسول الله -صلى الله عليه وسلم-: "من لم يشكر الناس لن يشكر الله"،
فهذا أتقدم بأسمى آيات الشكر والعرفان للأستاذة المشرفة "عماني لمياء" التي كانت
خير موجهٍ ومرشدٍ.

كما أتقدم بشكري إلى اللجنة المصححة التي سنتخرج على يدها وكل الأساتذة
الذين تتلمذت على أيديهم في كل مراحل دراستي أخص بذكر أستاذتي الفاضلة
كيحلي عائشة.

قوارح فاطمة الزهراء

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر مؤشرات المرونة المالية على القيمة السوقية للأسهم من خلال عينة مكونة من 11 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2014-2020)، ومن أجل معالجة هذه الإشكالية تم الإعتماد على نماذج السلاسل الزمنية المقطعية أي نماذج "Panel Data"، حيث تم التعبير على المرونة المالية كمتغير مستقل بكل من نسبة التدفق النقدي، نسب السيولة، الرافعة المالية، نسبة توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للسهم، بينما تم التعبير عن قيمة الشركة كمتغير تابع بالقيمة السوقية للأسهم.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة سيولة الأصول والرافعة المالية كمؤشرات للمرونة والقيمة السوقية للأسهم لعينة الدراسة خلال هذه الفترة.

الكلمات المفتاحية

مرونة مالية، تدفق نقدي، مؤشرات السيولة، رافعة مالية، توزيعات الأرباح، قيمة سوقية للأسهم.

Abstract

This Study Aims to measure the Impact of Financial resilience indicators on the market value of Sample of companies listed on the Amman stock Exchange during the period (2014-2020), and in order to treat this company, it was relied on the published data of the studied companies, which are 11 industrial companies.

Definite time-series models were used, ie the "panel data" model, to study the relationship between the Geman rune as an independent measurer, the denominators of the influencer: cash Flow, Liquidity Index, Leverage Index, dividend termination Index Finding the Value of a short-selling partneras measured by the stock market value the study concluded that there is a statistically significant relation ship between the in dependent familiarizaion of the Arabic verse and the markt value of the curator stocks of the study during this period.

Key Words Financial Flexibility, cash Flow , Liquidity Index, leverage liv Index, dividend termination Index ,stock market value

قائمة المحتويات

VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
XIII	قائمة الأشكال البيانية
XIV	قائمة الاختصارات والرموز
ب	مقدمة:
1	الفصل الأول: الإطار النظري والمفاهيمي للمرونة المالية وتأثير القرارات المالية على قيمة الشركات المدرجة في البورصة
2	تمهيد:
3	المبحث الأول: مدخل إلى المرونة المالية
3	المطلب الأول: ماهية المرونة المالية في الأدبيات النظرية
6	المطلب الثاني: مستويات ومصادر المرونة المالية
9	المطلب الثالث: أدوات قياس المرونة المالية
12	المبحث الثاني: ماهية القرارات المالية
12	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول القرارات المالية
14	المطلب الثاني: تأثير القرارات المالية على قيمة الشركات المدرجة في البورصة
16	المبحث الثالث: الدراسات السابقة التي تناولت موضوع المرونة المالية
16	المطلب الأول: تقديم الدراسات السابقة
28	المطلب الثاني: المقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية
30	خلاصة الفصل الأول:
31	الفصل الثاني: تأثير مؤشرات المرونة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان
32	تمهيد:
33	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
33	المطلب الأول: الطريقة المعتمد عليها في الدراسة
36	المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة
38	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
38	المطلب الأول: عرض وتحليل نتائج الدراسة:
45	المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها
47	خلاصة الفصل الثاني:
48	خاتمة
48	المصادر والمراجع
48	الملاحق

قائمة الجداول

- الجدول رقم 1 شركات عينة الدراسة 34
- الجدول رقم 2 طريقة حساب المتغيرات المعتمدة في الدراسة 35
- الجدول رقم 3 نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة 38
- الجدول رقم 4 مصفوفة الارتباط بين المؤشرات 39
- الجدول رقم 5 نتائج تقدير نماذج بانل باستخدام مؤشر MVS 40
- الجدول رقم 6 نتائج اختبار Redundant Fixed Effects باستخدام مؤشر MVS 41
- الجدول رقم 7 نتائج اختبار Breusch-Pagan باستخدام مؤشر MVS 41
- الجدول رقم 8 نتائج اختبار Hausman باستخدام مؤشر MVS 42
- الجدول رقم 9 نتائج تقدير معالم نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ MVS 43
- الجدول رقم 10 نتائج تقدير التأثيرات الفردية الثابتة على المتغير التابع MVS لكل شركة 44

قائمة الأشكال البيانية

5	الشكل رقم 1	عوامل المرونة المالية
6	الشكل رقم 2	المستويات المتاحة للمرونة المالية للشركات
15	الشكل رقم 3	علاقة التأثير بين القرارات المالية للشركة وقيمتها
35	الشكل رقم 4	نموذج متغيرات الدراسة

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار / الرمز	الدلالة
MVS	القيمة السوقية للأسهم
CF	التدفق النقدي
LA	سيولة الأصول
TA	إجمالي الأصول
LE	الرافعة المالية
RD	توزيعات الأرباح
FF	المرونة المالية
CR	نسبة التداول

مقدمة

تعكس المرونة المالية قدرة الشركات على الإستجابة للحالات الطارئة التي قد تتعرض لها في الوقت الحالي ومستقبلاً، والشركات التي تتمتع بالمرونة المالية هي الشركات القادرة على الإستفادة من الفرص الإستثمارية التي تظهر بشكل مفاجيء وتحتاج إلى إستجابة سريعة، والتي تتمكن أيضاً من التفاعل مع المخاطر غير المتوقعة.

تضمن المرونة المالية قدرة الشركة على إتخاذ القرارات المناسبة في الوقت المناسب، وهذا ضروري للحفاظ على مكائنها التنافسية وإستمراريتها وعلاقتها مع الأطراف ذات المصلحة، ومن بينهم المساهمون الذين يقيمون تلك القرارات بناءً على ما تجلبه لهم من منفعة.

تؤثر المرونة المالية على جودة القرارات المالية والتي بدورها تهدف إلى تعظيم قيمة الشركة من خلال المزج بين قرارات الإستثمار، التمويل، وتوزيع الأرباح لتكوين توليفة جيدة تساهم في تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة.

● إنطلاقاً من هنا يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

— ما مدى تأثير المرونة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020)؟

الإشكاليات الفرعية

— ما مدى تأثير نسبة التدفق النقدي ذات العلاقة بالمرونة المالية على قيمة الشركة؟

— ما مدى تأثير مؤشرات السيولة ذات العلاقة بالمرونة المالية على قيمة الشركة؟

— ما مدى تأثير نسبة الرافعة المالية ذات العلاقة بالمرونة المالية على قيمة الشركة؟

— ما مدى تأثير نسبة توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للأسهم على قيمة الشركة؟

فرضيات الدراسة

بناءً على الدراسات السابقة التي تم تجميعها وتحليلها وتلخيص نتائجها تم صياغة فرضيات الدراسة كما يلي:

● **الفرضية الأولى:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر التدفق النقدي الذي يعبر عن المرونة المالية والقيمة السوقية للشركة، ويرجع سبب ذلك لأهمية التدفق النقدي لإستمرار حياة الشركات لأنه يمول إستثماراتها ويحدد لها فرص النمو المستقبلية التي ستقابلها.

● **الفرضية الثانية:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات السيولة التي تعبر عن المرونة المالية والقيمة السوقية للشركة، لأن السيولة أو الموجودات النقدية هي السبيل الأول لزيادة التدفقات النقدية والمساعدة على إتخاذ القرارات ومواجهة الإلتزامات والصدمات السلبية الطارئة.

● **الفرضية الثالثة:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية التي تعبر عن المرونة المالية وقيمة الشركة، من خلال قدرة الشركات على الاقتراض وعلى إستثمار الأموال المقترضة والتحكم في المخاطر الناتجة عنها وإدارتها بشكل جيد للاستفادة من آثار الرفع المالي الايجابية.

- **الفرضية الرابعة:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للأسهم وقيمة الشركة، وذلك راجع لإهتمام المساهمين بمكافأة رأس المال وبتناسبها مع رأسمالهم.

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

- تقديم إطار نظري مناسب للمرونة المالية التي تشير الكثير من الأدبيات إلى انها لا تزال مفهوماً غامضاً، وكذلك للعلاقة المفترضة بين المرونة المالية وقيمة الشركة.
- إختبار تأثير المرونة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020).

أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في بيان تأثير المرونة المالية على قيمة الشركة من خلال تحليل عدة مؤشرات لها علاقة مباشرة معها لكونها تمثل عنصراً هاماً في إستراتيجية الشركة من خلال الإبقاء على جزء من طاقتها لإستخدامه في وقت الحاجة.

دوافع إختيار الموضوع

- جاذبية الموضوع وميزته حيث يمثل طاقة إيجابية ونافعة للشركة.
- قيمة وأهمية الموضوع بالنسبة للشركة كونه يساعد في إتخاذ القرار.
- محاولة تقديم إضافة تساعد على فهم المتغيرات المتعلقة بالمرونة ومعرفة تأثيرها على قيمة الشركة.

الإطار الزمني والمكاني

تتمثل الحدود الزمنية في الفترة (2014-2020) أي فترة سبع سنوات، أما عن الحدود المكانية تتمثل في بورصة عمان من خلال عينة من الشركات المدرجة فيها.

المنهج المعتمد

تعتمد على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري لدراسة الإشكالية وإختبار صحة الفرضيات ولفهم الموضوع وتنظيمه، أما الجانب التطبيقي يحتاج إلى أسلوب دراسة الحالة وذلك من خلال أدوات ونماذج قياسية من أجل تحقيق أهداف البحث.

مرجعية الدراسة

تم الإستعانة بمجموعة من المصادر ذات الصلة بالدراسة المتمثلة في:

- ✓ **مصادر ثانوية:** تتمثل في الكتب والمقالات والمذكرات الجامعية والدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع الدراسة.
- ✓ **مصادر أولية:** تمثلت في:
- القوائم والتقارير المالية الصادرة عن الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (2014-2020) المنشورة في الموقع الرسمي للبورصة.
- التقارير الإحصائية السنوية وأسعار الإغلاق اليومية من الموقع الرسمي لبورصة عمان.

صعوبات الدراسة

- في إطار إعداد هذا البحث تم مواجهة بعض الصعوبات من ضمنها:
- نقص المراجع باللغة العربية التي تناولت موضوع المرونة المالية.
 - نقص الكفاءة والخبرة في البرامج الإحصائية أدى إلى بطء سيرورة العمل.

هيكل الدراسة

للإجابة على إشكالية الدراسة وحلها تم تقسيم الموضوع إلى فصلين تبدأ بالمقدمة وتنتهي بالخاتمة مع الإلتزام بتطبيق

طريقة IMRAD، بحيث تضمنت فصول هذه الدراسة ل:

- ✓ **الفصل الأول:** متعلق بالجانب النظري لدراسة بحيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول لماهية المرونة المالية في حين خصص المبحث الثاني لماهية القرارات المالية، وفي الأخير تضمن المبحث الثالث لعرض وتقييم الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع.
- ✓ **الفصل الثاني:** وهو الفصل المتعلق بالجانب التطبيقي لدراسة على عينة من أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة الممتدة (2014-2020) تم تقسيمه إلى مبحثين، خصص المبحث الأول لعرض الطريقة والأدوات المستخدمة أما عن المبحث الثاني خصص لتحليل ومناقشة نتائج الدراسة المتوصل إليها.

الفصل الأول: الإطار النظري والمفاهيمي

للمرونة المالية وتأثير القرارات المالية على قيمة

الشركات المدرجة في البورصة

تمهيد:

تعتبر المرونة المالية وأثرها على القرارات المالية للشركة من ضمن الأبحاث الحديثة الأساسية في الإقتصاد الناشيء ونظراً للتطور السريع في مجال الإدارة والأعمال نتيجة التغيرات الإجتماعية والإقتصادية في العقود الثلاثة الأخيرة أدى إلى ظهور بيئة أعمال مضطربة غير معروفة وأمام هذا الوضع يتطلب من الشركات التي ترغب في البقاء والإستمرارية أن تكون أكثر مرونة في هيكلها التنظيمي والمالي، لذا تم التطرق من خلال هذا الفصل إلى عرض الجوانب النظرية المرتبطة بالدراسة.

إضافة عن ذلك سيتم التطرق إلى الدراسات السابقة التي لها علاقة مباشرة وغير مباشرة بالموضوع بغرض توضيح وفهم

المتغيرات الأساسية، فكان هيكل الفصل الأول كالتالي:

✓ **المبحث الأول:** ماهية المرونة المالية.

✓ **المبحث الثاني:** ماهية القرارات المالية.

✓ **المبحث الثالث:** الدراسات السابقة التي تناولت موضوع المرونة المالية.

المبحث الأول: مدخل إلى المرونة المالية

ترتبط المرونة المالية بمجانب مهمة في حياة المنظمات والشركات بمختلف أنواعها فهي جزء من الإستراتيجية المالية الفعالة للخروج من الأزمات المالية التي تواجه الشركات لذا تم التطرق في هذا المبحث إلى مفهوم المرونة المالية، مستوياتها ومصادرها بالإضافة إلى أدوات قياسها.

المطلب الأول: ماهية المرونة المالية في الأدبيات النظرية

الفرع الأول: ظهور وتطور مفهوم المرونة المالية

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 & HARVEY بنشر مقالهما سنة 2001 والذي تضمن نشر نتائج إستبانة تم من خلالها أخذ رأي 392 مديراً مالياً في الولايات المتحدة الأمريكية حول تكاليف رأس المال والميزانية الرأسمالية وهيكل رأس المال، وقد أظهرت النتائج أن رغبة الإدارة بالإحتفاظ بالمرونة المالية كان العامل الرئيسي المؤثر على قرارات التمويل لهذه الشركات وليس من خلال العوامل التي جاءت بها نظرية ترتيب أولويات التمويل والنظريات الأخرى، وقد جاءت دراسات أخرى فيما بعد أيدت ما جاء في هذه الدراسة¹ مثل دراسة Bancel and Mittoo, 2004.

كما إهتمت الكثير من الدراسات التي أجريت لاحقاً بتضمين أثر المرونة المالية كعامل مهم في قرارات التمويل ومن أهم هذه الدراسات Deangelo and Deangelo, 2006 التي بينت أن المرونة المالية هي الحلقة المفقودة الحاسمة لتكوين نظرية هيكل رأس المال تكون قابلة لتطبيق، فقد وجد الباحثان أن نظرية ترتيب أولويات التمويل لم تكن قادرة على تقديم تفسير مقنع لقرارات هيكل رأس المال بسبب إفتراضاتها الحازمة، التي حالت دون تركيزها على تضمين تأثير المرونة المالية في سياسة تمويل الشركة ووفقاً للباحثين فإن نظرية المقايضة كذلك لم تقدم تفسيراً أفضل لأنها قد فشلت في إدماج أثر المرونة المالية².

كما قام Gamba and Triantis, 2008 كذلك بإختبار أثر المرونة المالية على قيمة الشركة بإعتبارها تعبر عن قدرة الشركة على الوصول إلى إعادة هيكله رأسمالها بأدنى تكلفة ممكنة كما أن الشركات التي تتمتع بدرجة من المرونة المالية تكون أكثر قدرة على تجنب التعثر المالي وكذلك إستغلال الفرص المرجحة لتمويل إستثماراتها³.

الفرع الثاني: مفهوم المرونة المالية

يتم عرض بعض المفاهيم للمرونة المالية كما يلي:

¹ أسماء بالعلمي، دور المرونة المالية في الرفع من قدرة المؤسسة على الإستثمار، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، العلوم المالية والمصرفية، جامعة باتنة 1 "الحاج لخضر"، 2018، ص 77.

² أسماء بالعلمي، مرجع سبق ذكره، ص 78.

³ أسماء بالعلمي، "دور المرونة المالية في التأثير على قرارات هيكل رأس المال"، مجلة الإقتصاد الصناعي، جوان 2016، العدد 10، ص 452-453.

1. **المرونة المالية** تعني قدرة الشركة على الإستجابة والتكيف مع الأزمات المالية والإحتياجات الطارئة وإنتهاز الفرص غير المتوقعة، أي قدرتها على تعديل أوضاعها في فترات التعثر المالي من خلال الحصول على التمويل أو التخلص من بعض الموجودات غير التشغيلية لزيادة التدفقات النقدية الداخلة للشركة¹.
 2. عرف كل من (Brown & Powers,2015:2) **المرونة المالية** بأنها قدرة منظمة الأعمال في الحفاظ على قابلية الدين لضمان التوسعات المستقبلية².
 3. عرف كل من (Bancal and Mitto,2010) **المرونة المالية** تعبر عن قدرة الشركة على التحكم بمصادر التمويل إستجابةً للإختلالات المفاجئة وغير المتوقعة في التدفقات النقدية أو في الإستثمارات المتاحة³.
 4. عرف كل من (Gamba and Triantis) **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 وبالتالي تعتبر نتيجة للقرارات الإستراتيجية للشركة التي ترتبط بھيكل رأس المال والسيولة والإستثمار.
 5. ينظر المديرون الماليون **المرونة المالية** على أنها عامل رئيسي في إتخاذ القرارات المالية فتمثل قدرة الشركة على الإستجابة بفعالية للصدمات الغير المتوقعة للتدفقات النقدية أو الفرص الإستثمارية وتعرف على أنها قدرة الشركة غير المستغلة على الإستدانة⁴.
 6. عرف كل من (Modigliani and Miller,1963) **المرونة المالية** على أنها قدرة الشركة على الحفاظ على إحتياطي كبير من قوة الإقراض غير المستغلة⁵.
 7. **المرونة المالية** هي قدرة الشركة على الوصول إلى تمويل وإعادة هيكلة هذا التمويل بتكلفة منخفضة فتشير **المرونة المالية** إلى الحصول على الموارد المالية في الوقت المناسب من أجل تجنب الأحداث غير المؤكدة أو الإستفادة منها وإغتنام الفرص الإستثمارية⁶.
- ويمكن تلخيص أهم عوامل المرونة المالية فيما يلي:

¹ أرشد فؤاد مجيد إبراهيم، إسرائ أمين عبد الستار، "تأثير كفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية في فجوة النمو المستديم"، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة [على الخط]، 2019، العدد57، ص89.

² يوسف حجيم سلطان الطائي، حيدر جاسم عبيد الجبوري، "المرونة المالية وتأثيرها في الحد من هشاشة النظام المصرفي"، مجلة الغري للعلوم الإقتصادية والإدارية[على الخط]، 2017، المجلد14، العدد03، ص543-544.

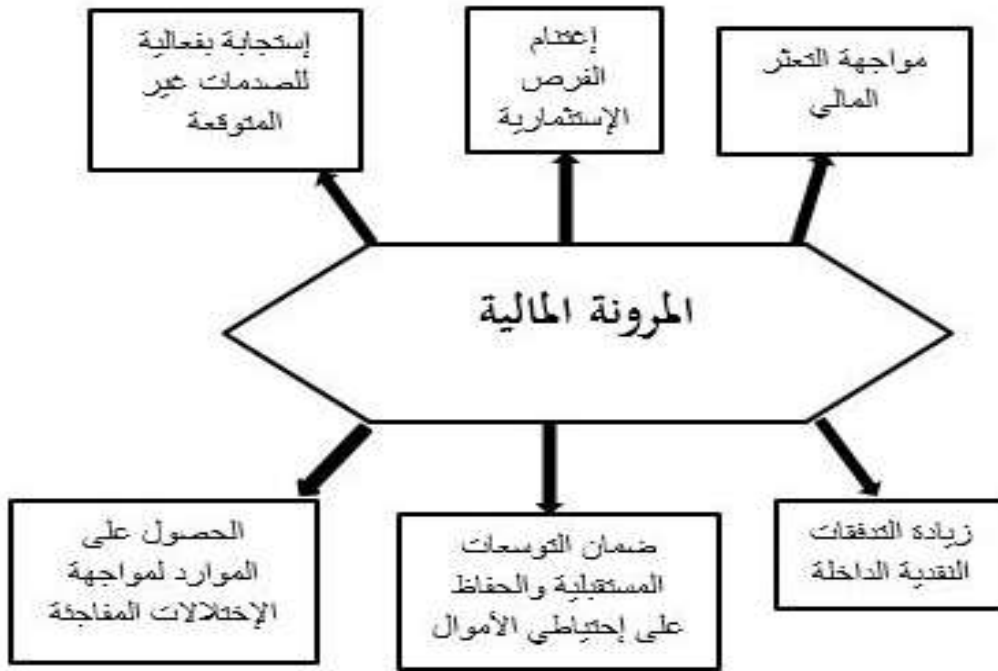
³ أسماء بالعلمي، مرجع سبق ذكره، جوان2016، ص454.

⁴ أسماء بالعلمي، مرجع سبق ذكره، 2018، ص71-72.

⁵ Victoria Cher Kaso, Evgeny Kazmin, "Financial Flexibility Asian Investment Efficiency Factor In Asian Companies", International Journal Of Business, Researchgate, Vol02, P139.

⁶ Haifeng Zhang, Zhuo Zhang, "Do Companies Need Financial Flexibility For Sustainable, Development", Sustainability, 2020,P02.

الشكل رقم 1 عوامل المرونة المالية



المصدر: من إعداد الباحثة.

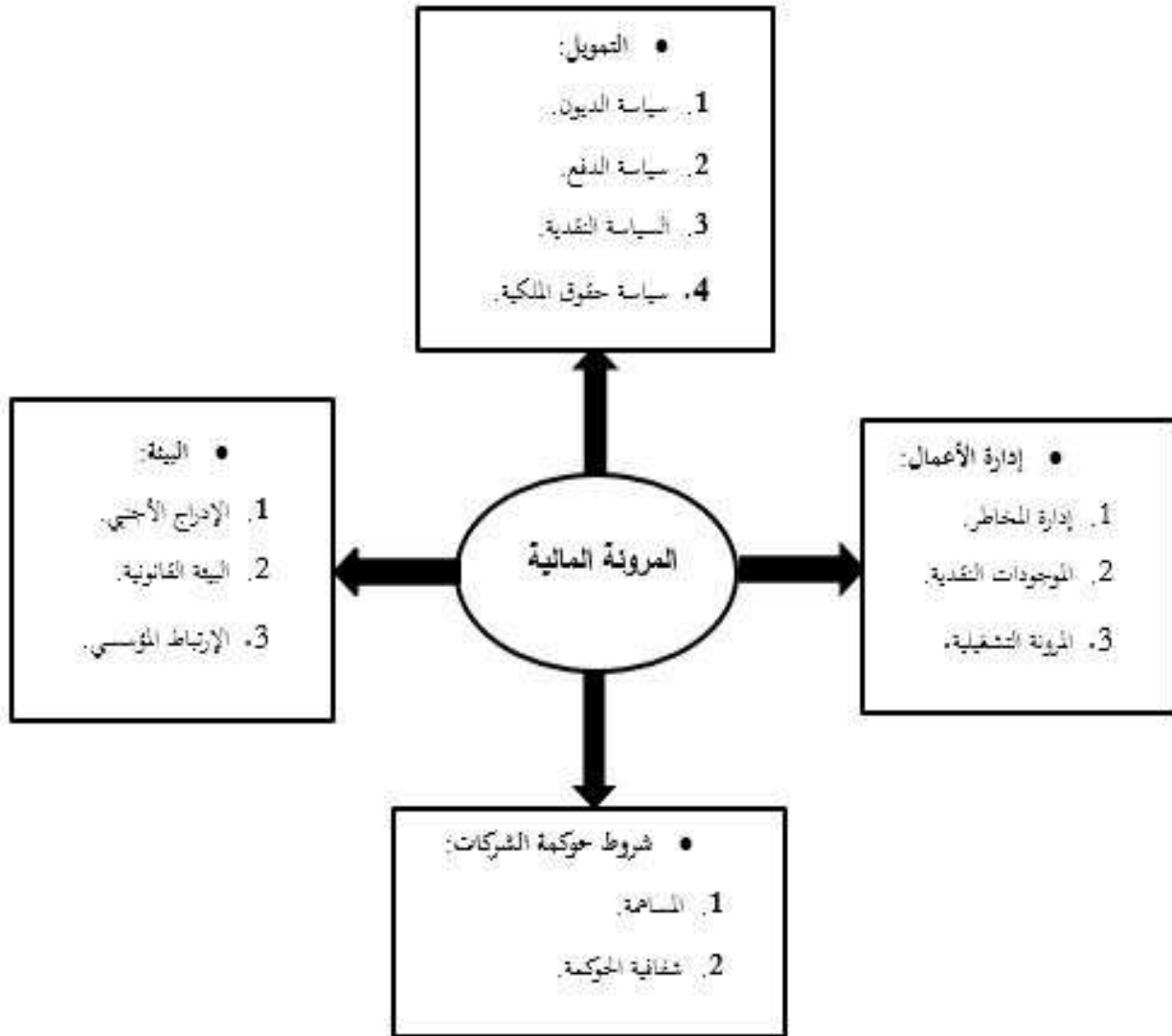
- بناءً على ما سبق نستنتج أن المرونة المالية هي قدرة الشركة على التحكم في مصادر التمويل للإستجابة بشكل سريع وأوتوماتيكي للإختلالات المفاجئة وغير المتوقعة بتكاليف منخفضة والإستفادة من الفرص الإستثمارية لتمويل الإستثمارات.

المطلب الثاني: مستويات ومصادر المرونة المالية

الفرع الأول: مستويات المرونة المالية

قد تستخدم الشركة العديد من البدائل أو المستويات لتكون مرنة من الناحية المالية وهذا ما يوضحه الشكل رقم 02:

الشكل رقم 2 المستويات المتاحة للمرونة المالية للشركات



المصدر: *Zaher Abd El Fattah Al-Slehat, Op,Cit, p02.

- يوضح الشكل (02) مستويات المرونة المالية التي تؤدي بالشركة إلى أعلى وأدنى مستوى منها للوصول إلى المرونة المطلوبة. على الشركة إتباع سياسة التمويل التي تشمل سياسة الديون وسياسة الدفع وسياسة حقوق الملكية والسياسة النقدية وهذا لبلوغ مستوى عالٍ من المرونة المالية، ويليه المستوى الثاني أي إدارة الأعمال المخصص لإدارة المخاطر والأصول القيمة والمرونة

التشغيلية، بينما المستوى الثالث فمخصص لبيئة الشركة والمتضمن للإدراج الأجنبي والبيئة القانونية والإرتباط المؤسسي فيليه المستوى الأخير الخاص بشروط حوكمة الشركات والمتضمن للمساهمة وشفافية الحوكمة¹.

الفرع الثاني: مصادر المرونة المالية

تختلف مصادر المرونة المالية طبقاً لإختلاف أهميتها ودرجة تأثيرها فينبغي دراستها والتعرف عليها لتحديد مدى تحقق الشركات للمرونة المالية لتجنب الأزمات وحالات الركود وحالات النمو المرتفع وبتالي من الضروري التمييز والتحقيق في مصادر المرونة المالية مع التكاليف والفوائد المرتبطة بها فحسب (Sayed & Ulvenas, 2012) تنقسم إلى:

1. السيولة النقدية وإدارة السيولة:

السيولة هي قدرة الشركات على الوفاء بالإلتزامات قصيرة الأجل واجبة الدفع في الموعد المحدد، فحسب (Schuppe, 1993) أن الموجودات النقدية هي السبيل للوصول إلى المرونة المالية، وأضاف (Ozkan, 2001) أن سيولة الشركات هي في المقام الأول للعديد من قرارات الأرباح لأن الأرباح تمثل التدفقات النقدية وزيادتها تعني زيادة السيولة النقدية بصورة شاملة وبتالي توفر المرونة المالية للحماية من وضعيات عدم التأكد².

إهتمت الكثير من الدراسات بالمرونة المالية وذلك عن طريق الإحتفاظ بالرصيد النقدي فقد إقتحت دراسة (Byoun, 2007) بأهمية بناء رصيد نقدي مناسب وعدم إنخفاضه لأنه يقلل من قدرة الإدارة على القيام بالمشاريع الإستثمارية في المستقبل، فيعمل هذا الرصيد الإضافي على التحوط الطبيعي للشركات عند الحالات المفاجئة والطارئة لتفادي الوقوع في ضائقة مالية، إلا أن الإحتفاظ بالنقد ضمن أرصدة الشركة قد يخلق جدلاً واسعاً نتيجة إختلاف وجهات النظر بين المساهمين من ناحية الإدارة من ناحية أخرى فمن وجهة نظر المساهمين فإن الإحتفاظ بفائض النقد يترتب عنه مشاكل الوكالة في حين ترى الإدارة أن الإحتفاظ به ضروري لمواجهة الصدمات والإلتزامات السلبية الطارئة.

وقد إنقسم الباحثون في بحوثهم بين مؤيدٍ ومعارضٍ على الإحتفاظ بهذا الرصيد النقدي فقد أوضحت دراسة (Baskin, 1989) بأهمية الإحتفاظ بالأرصدة النقدية الفائضة وذلك تجنباً للحالات الطارئة وتمويل العمليات الإستثمارية وبالمقابل أشار (Harford, 1999) بأنها "مخزون التدفق النقدي الحر" أي تراكم للتدفقات النقدية الحرة فيبين مساويء الإحتفاظ به ظهور سلوكيات سلبية لدى مدراء الشركات، وهذا ما إتفق مع دراسة (Jensen, 1986) حيث أشار الباحث على وجود ميول لدى المديرين عند توفر النقدية الزائدة لإستخدامها في إستثمارات لا تعود بالقيمة الإيجابية للشركة ولتقليلها عليهم أن يتبعوا سياسة توزيع الأرباح أو إعادة شراء الأسهم لتقليل مشكل تكلفة الوكالة، وهذا ما نادى به Deangelo and Deangelo, 2007 حيث أشار إلى أن الإحتفاظ به يسبب زيادة في تكاليف الوكالة بحيث إستنتج أن بعض الشركات تحافظ على قيمتها من خلال الإحتفاظ

¹ Zaher Abd El Fattah Al-Slehat, The Impact "The Impact Of The Financial Flexibility On The Performance: An Empirical Study On A Sample Of Jordanian Services Sector Firms In Period 2010-2017", International Journal Of Business and Management, Vol14, N06, 2019, P02.

² هدى هادي حسن العامري، المرونة المالية وإنعكاساتها في تحقيق التعافي المالي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، فلسفة إدارة الأعمال، مجلس كلية الإدارة والإقتصاد جامعة كربلاء، 2018، ص 33-35.

بالأرصدة النقدية منخفضة والحفاظ على قدرة الدين غير مستخدمة وإنما يتم إستخدامها إلا في أوقات الحاجة وكذلك الإهتمام بالدرجة الأولى بالمحافظة على توزيعات الأرباح مستقرة، حيث إستخلص أن المستثمرين (المساهمين) يفضلون وجود رافعة مالية منخفضة وتوزيعات أرباح عالية وأن مثل هذه السياسات تضمن وجود مرونة مالية وتحد من القصور في القرارات المالية وفي الوقت ذاته تقلل من مشكل الوكالة وهذا ما أكد عليه (Denis & Daniel, 2010)¹.

2. هيكل رأس المال ونسبة الدين:

عند دراسة الحالات التي تواجه الشركات عندما يكون لديها عجز نقدي وجدوا أنها تمول هذا النقص بالتوجه إلى الدين مشيراً إلى أنه مصدر رئيسي للمرونة المالية فحسب (Denis & Mckeo, 2010) أن القدرة على زيادة رأس المال ضمن الحدود المقبولة في ظل ظروف السوق غير المواتية تمكنها من الإمدادات الثابتة لرأس المال اللازمة لعملياتها وتجعلها مستقرة وهو أمر حيوي لنجاحها على المدى الطويل وذلك للمحافظة على المرونة المالية التي تعني القدرة على الإقتراض وتحديد إحتياطي ملائم لحاجة هذه الشركات للأموال².

الكثير من الأبحاث ناقشت نظرية المبادلة والتي تقضي بتحديد القرار الأمثل لهيكل التمويل من خلال تحديد النسبة المناسبة للإقتراض حتى تتساوى التأثيرات الإيجابية الناجمة عن الوفرة الضريبية مع التأثيرات السلبية لتكاليف الإفلاس والتي تنجم عن الإفراط في عملية الإقتراض، وهذا ما نادى به الكثير من الباحثين أشهرهم (Modigliani and Miller, 1963) حيث أثبت في دراسته أن إستخدام نسبة الدين أمر مفضل ومطلوب في الكثير من الشركات وذلك لما تسببه من وفرة ضريبية لهذه الشركات، فكثير من الباحثين الآخرين من كانوا موافقين ومؤيدين لما إفتراه في هذه الدراسة فمنهم (Miller, 1977) حيث أشار إلى أن تكلفة الإفلاس هي نسبة ضئيلة جداً مقارنةً بالوفرات الضريبية الناتجة عن الإقتراض لتتوالى بعد ذلك أبحاث مؤيدة لإستخدام نسبة الدين كطريقة في التمويل، ولكن في دراسة أجراها

(Hervey & Graham, 2001) بتوزيع إستبانة في سنة (2000) على مدراء الشركات الأمريكية عن رأس المال الأمثل لتأتي النتائج مخالفة لدراسات المؤيدة لإستخدام نسبة الدين وإستخلصت الدراسة أن التحفظ في إستخدام الدين هو الظاهرة السائدة في الشركات الأمريكية الناجحة بحيث تسعى بقدر الإمكان إلى تخفيض إستخدام الدين في التمويل وقد توالى الأبحاث المؤيدة له منها (Denis & Mckeon, 2010).

أوضحت دراسة (Deangelo & Deangelo, 2007) أن أغلب الشركات الناجحة لم تأخذ بعين الإعتبار إستخدام الدين كطريقة في التمويل كما فرضتها نظرية التبادل (Trade-Off Theory) فتمت الإشارة إلى المرونة المالية بأنها تحقق من خلال قدرة الدين غير المستخدمة وذلك للحفاظ على قدرة الإقتراض عندما تواجه الشركة أزمات مالية أو فرص إستثمارية غير متوقعة، لذلك المرونة المالية ليس المرغوب منها فقط الحفاظ على قيمة أسهم الشركة بل تعطي خيارات ذات قيمة لتعامل مع الحالات الطارئة

¹ فداء موسى محمد أبو راشد، المرونة المالية وقرارات هيكل رأس المال، رسالة ماجستير، العلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، 2014، ص23-24.

² هدى هادي حسن العامري، مرجع سبق ذكره، ص36.

في المستقبل أي لا تعتمد فقط على مزايا الضريبة وتكاليف الإفلاس كما في النظرية الكلاسيكية ولكن أيضاً الحاجة إلى المرونة المالية في المستقبل¹.

3. مصادر أخرى للمرونة المالية:

هناك مصادر أخرى للمرونة المالية ولكنها أقل إستعمالاً وهي أرباح الأسهم المدفوعة، يثار جدل بأن الأرباح هي الأفضل لسداد الديون على المدى القصير لأنها تقلل من تراكم النقدية في الشركات وبناء المرونة المالية المستقبلية عن طريق توزيع العوائد النقدية للمساهمين وبتالي زيادة رأس المال أو إحتجاز الأرباح التي يمكن أن تستعمل في وقت الأزمات عندما تتعرض للمخاطرة، وإضافةً عن ذلك وجود مصدر آخر يتمثل في الأصول الحقيقية مثل المخزون الزائد الذي يمكن أن يتكون بسهولة وبسرعة ويتم بيعه نقداً باستخدام الأدوات الممكنة من أجل الحصول على نقد لإقامة المرونة المالية أو من بيع الموجودات الثابتة والأستفادة من النقد العائد منها وبسبب الصعوبات التي تواجه الشركات في الحصول على البيانات عن المصادر الأخرى المذكورة أصبح التركيز فقط على دور النقد والرافعة المالية من أجل تحقيق المرونة المالية فالديون غير المستخدمة تعتبر مصدر مهم لها فضلاً عن ذلك الأرصدة النقدية السائلة لدى المصارف².

المطلب الثالث: أدوات قياس المرونة المالية

يشكل قياس المرونة المالية تحدياً كبيراً للباحثين لأنها غير قابلة لرصد ويصعب قياسها كونها تعتمد إلى حد كبير على تقييم المديرين لخيارات النمو في المستقبل وتقاس بعدة مؤشرات كما يلي:

1. القدرة على الاستدانة:

تقيس القدرة على الاستدانة (قابلية الدين) الحد الأقصى لقدرة الشركات على الإقتراض وتساعد هذه النسبة في قياس وتحديد قدرة الشركة على تسديد ديونها المالية³، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{القدرة على السداد} = \frac{\text{الديون المالية (ديون طويلة الأجل)}}{\text{القدرة على التمويل الذاتي CAF}} * 100$$

2. صافي التدفق النقدي:

حسب (Bahadori et al, 2015) التدفق النقدي ضرورة حتمية تأخذها جميع الشركات في الإعتبار ويشبه بدم الكائن الحي، ففي غيابه تكون غير قادرة على الإستمرار في الحياة الإقتصادية كما عرف التدفق النقدي من قبل (Esin, 2015) بأنه كشف مالي يسجل التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للشركة في فترة معينة⁴، وهي الفرق بين المقبوضات الواردة والمدفوعات

¹ فداء موسى محمد أبو راشد، مرجع سبق ذكره، ص 21-22.

² هدى هادي حسن العامري، مرجع سبق ذكره، ص 37-38.

³ سعيدة بورديمة، مطبوعة دروس في التسيير المالي، مطبوعة بيداغوجية معتمدة، جامعة 8ماي 1945-قالمة، 2015، ص 44.

⁴ يوسف حجيم سلطان الطائي، حيدر جاسم عبيد الجبوري، مرجع سبق ذكره، ص 545-546.

الصادرة بحيث تكشف عن نقاط القوة والضعف في نشاط الشركة فيوفر للأطراف الأخرى المعلومات اللازمة لتحليل الوضع الائتماني وتقدير الملائمة المالية وهذا لقياس الأداء وتحديد فرص النمو المستقبلية للشركة¹، ويمكن قياسه من خلال:

*بحيث أن:

$$NCF = \frac{CF}{TA}$$

NCF: صافي التدفق النقدي.

CF: التدفق النقدي التشغيلي.

TA: إجمالي الأصول.

3. الرافعة المالية:

هي قدرة الشركة على استثمار الأموال المقترضة² وهي زيادة مصادر رأس المال من خلال التوجه إلى سوق المال أو من خلال مزيج يشمل أموال الملكية وأموال الإقتراض بحيث عرفت (Valentin & Prem, 2005) الرافعة المالية بأنها نسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول أو القيمة الكلية لشركة ويشير (الهوري، 1996) بأنها استخدام لأموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب وهي عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم، إن الوفر الضريبي الناتج عن عملية الإقتراض يحقق أرباح إضافية يستفيد منها الملاك وذلك بإستغلال الفرص الإستثمارية فتزداد الرافعة المالية بإزدياد استخدام مصادر التمويل الخارجية³، ويتم قياسها بالعديد من النسب أهمها:

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{الديون المالية}}{\text{الأموال الخاصة}} * 100$$

$$\text{مضاعف حق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الأصول}}{\text{صافي حق الملكية}} * 100$$

$$\text{نسبة الديون إلى إجمالي حق الملكية} = \frac{\text{الخصوم المتداولة} + \text{طويلة الأجل}}{\text{حق الملكية}} * 100$$

¹ سيف الدين أحمد عواد الأسدي، "تأثير مؤشرات المرونة المالية في الأداء المالي"، Warith Scientific Journal، 2021/09، المجلد 03، العدد 07، ص 103.

² سيف الدين أحمد عواد الأسدي، نفس المرجع، ص 102.

³ هدى هادي حسن العامري، مرجع سبق ذكره، ص 38-42.

4. نسبة السيولة:

السيولة لها دور كبير ومهم في الأزمات المالية فحسب (Fleming,2012) أن وجود المصارف مهم وضروري لإنقاذها تؤدي دور قاعدة الإسناد للجانب المالي وتخلق السيولة التي تحتوي على مخاطرة وتعالجها فالشركات التي لها القدرة على المحافظة على السيولة والمعروض النقدي ضد التقلبات غير المتوقعة التي تحدث في البيئة التشغيلية يجعلها تمتلك مرونة مالية، فهي النسب التي تقيس العناصر السائلة والعناصر الأقرب إلى السيولة من أجل معرفة أن المشروع لا يعاني من عسر مالي في مجال سداد إلتزاماته¹، ومن أهم وأبرز نسب السيولة المعتمدة في المصارف هي:

$$\text{نسبة سيولة الأصول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{مجموع الأصول}} * 100$$

* تقيس مدى سيولة أصول المؤسسة ويستحسن أن تكون القيمة المعيارية أكبر من 0,5.

$$\text{نسبة السيولة العامة (نسبة التداول)} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{ديون قصيرة الأجل}} * 100$$

* تقيس قدرة المؤسسة على تغطية إلتزاماتها قصيرة الأجل بالإعتماد على الأصول المتداولة، والقيمة المعيارية أن لا تقل النسبة عن 1.

$$\text{نسبة السيولة المختصرة (السريعة)} = \frac{\text{الحقوق+الخزينة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}} * 100$$

* تقيس قدرة المؤسسة على تسديد إلتزاماتها قصيرة الأجل بالإعتماد على الأصول المتداولة سهلة التحول إلى نقد وإستبعاد المخزونات، والقيمة المعيارية بين 0,5^0,6.

$$\text{نسبة السيولة الفورية (الجاهزة)} = \frac{\text{القيم الجاهزة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}} * 100$$

* تعبر عن قدرة المؤسسة على الوفاء بإلتزاماتها قصيرة الأجل متى إستحققت الدفع.

¹ كيجلي عائشة سلمى، بن شنة فاطمة، مطبوعة بيداغوجية بعنوان "التسيير المالي-1- دروس وتطبيقات"، مطبوعة بيداغوجية معتمدة، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2019، ص 87-88.

المبحث الثاني: ماهية القرارات المالية

حظيت الإدارة المالية الحديثة كأسلوب لإتخاذ القرارات بإهتمام كبير في الفكر المالي المعاصر خاصة في كونه منهج يسعى لتحديد أساس للقرارات المالية التي تضمن التوجه الإستراتيجي للإدارة و بوجه الخصوص الإدارة المالية في الشركة إذ أصبحت قرارات الإستثمار و التمويل وقرار توزيع الأرباح سبيل لتحقيق هدفها الأساسي ألا وهو تعظيم قيمة الشركة¹.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول القرارات المالية

الفرع 1: قرار التمويل

يعتبر التمويل العصب المحرك لنشاط الشركة كما أنه يعد من أهم القرارات المالية التي تتخذ على مستوى الإدارة المالية في أي شركة.

• **مفهوم التمويل:** يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تبنى عليها باقي القرارات المالية حيث تمويل الشركة يمكن أن يتمثل أساساً في نمطين سواءً بالرفع في الأموال الخاصة أو الرفع في الإستدانة وبالتالي فإن التمويل هو:

- الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة وبتكاليف منخفضة.
- هو إتاحة المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع عام أو خاص.
- هو القرار الذي يبحث في الكيفية التي تحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للإستثمار فله علاقة وثيقة مع القرار الإستثماري.

* يتمثل جوهر قرارات التمويل في تحديد المزيج التمويلي الأمثل لمصادر التمويل المختلفة بمعنى أنها تهتم بكيفية التوازن في الهيكل المالي من حيث التمويل بالملكية و التمويل بالمدبونية من جهة وبين مصادر التمويل وإستخداماتها من حيث آجال الإستحقاق من جهة أخرى، فيغطي القرار التمويلي ثلاث أنواع رئيسية من القرارات وهي :

- إختيار الهيكل المالي أي التوازن بين الأموال المقدمة من طرف المساهمين و الديون المالية.
- سياسة توزيع الأرباح أي الإختيار بين إعادة إستثمار النتيجة (إحتجاز الأرباح) وبين توزيع الأرباح على المساهمين .
- الإختيار بين التمويل الداخلي (التمويل الذاتي) و التمويل الخارجي (الأموال المقدمة من طرف المساهمين أو الإستدانة المالية)².

الفرع 2: قرار الإستثمار

يعد من أهم و أصعب القرارات التي تتخذها الإدارة في المؤسسة إذ أنها تهدف لتحديد الهيكل الأمثل لحجم الإستثمار كما ترتبط بإختيارات الشركة للمشاريع التي لا بد من إنجازه لضمان الإستمرارية والبقاء.

¹ بنية محمد، "نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات"، المجلة الجزائرية للإقتصاد والمالية، أفريل 2017، المجلد 02، العدد 07، ص 329.

² عبد الكريم خيري، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الإقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، العلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف بمسيلة، 2019، ص 41.

- **مفهوم الإستثمار:** تلجأ الإدارة المالية له أملاً في زيادة العائد الإستثماري من أجل تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد، ويمكن تعريفه كما يلي :
- هو إستخدام لرأس المال لتمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي¹.
- هو ذلك القرار الذي يقوم على إختيار البديل الإستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري بين بديلين على الأقل.
- هو التخلي عن أموال يمتلكها المستثمر في لحظة معينة و لفترة معينة من الزمن قصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضها عن ذلك.
- * هو التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها عن طريق الإستهلاك بهدف الحصول على منفعة مستقبلية أكبر من ما يمكن تحقيقه من إشباع مستقبلي عن طريق زيادة الدخل ثم الإستهلاك².

الفرع 3: قرار توزيع الأرباح

يعتبر من القرارات المالية الإستراتيجية الصعبة و المهمة التي تتخذها الإدارة المالية فتتمثل في المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين أو إحتجازها بهدف إعادة إستثمارها لتعتبر أحد المصادر التمويلية³.

- **مفهوم سياسة توزيع الأرباح:** هي مجموعة المبادئ التوجيهية التي تستخدمها الشركة لإلتخاذ قرار عن كيفية توزيع أرباحها فتعرف على أنها:

- كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها الشركة وذلك إما بإحتجازها ومن ثم بإعادة إستثمارها في المؤسسة أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة⁴.
- هي نسبة الأرباح التي تقرر الشركة إعادة استثمارها لتمويل نموها و تطورها داخلياً.
- هي تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقاً لربحية الشركة وسيولتها.
- هي عبارة عن جزء من الأرباح التي يقوم المسير المالي بتوزيعها على حملة الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة⁵.

¹ زهواني رضا، وصيف فائزة خير الدين، سمير بوعافية، "دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية-قرار التمويل وقرار الإستثمار وقرار توزيع الأرباح-"، مجلة العلوم الإدارية والمالية، ديسمبر 2017، المجلد 01، العدد 01، ص 247.

² عبد الكريم خير، مرجع سبق ذكره، ص 101.

³ عبد الكريم خير، نفس المرجع، ص 137.

⁴ سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، "العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة"، مجلة مركز دراسات الكوفة: مجلة فصلية محكمة، 2018، العدد 50، ص 224.

⁵ سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الإستراتيجي بإستخدام إستراتيجية النمو، الطبعة الأولى، المملكة الأردنية الهاشمية، دار جليس الزمان لنشر والتوزيع، 2010، ص 23-48.

* وفي الأخير نقول أن السياسة المثلى للتوزيع الأرباح هي التي تقوم بالموازنة بين التوزيعات الحالية وبين التوسعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق أي توزيع الأرباح أو إحتجازها مهم بالنسبة للشركة لذلك لابد من محاولة تحديد نسبة مثلى للتوزيعات تؤدي إلى إرضاء المساهمين وتحقيق الإستفادة من إستخدام الأرباح المحجوزة مصدراً للتمويل¹.

• **طبيعة سياسة توزيع الأرباح:** تتأثر قيمة الشركة بثلاث قرارات مالية التي تم التطرق لها سابقاً فسؤال المطروح هنا يكمن في طبيعة كون قرار توزيع الأرباح هو قرار إستثماري أو تمويلي أم قرار قائم بحد ذاته.

1. **سياسة توزيع الأرباح كقرار إستثماري:** تشير الأرباح الموزعة إلى كونها قرار إستثماري إذا ما إعتمدت القرارات الخاصة بها على مصدر النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل فتصبح مرتبطة بالفرص الإستثمارية المتاحة فيفرض على الشركة ان تنتظر حتى تقرر الإختيار ومن ثم تستخدم الجزء المتبقي من النقدية في عمليات توزيع الأرباح وذلك لإستفءاء كافة متطلبات الإستثمار في الشركة.

2. **سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي:** قد تلجأ الشركة في بعض الحالات إلى الإعتماد على المصادر الخارجية في توزيعات الأرباح وذلك لتجنب المشكلة الإستثمارية الناجمة عن إستخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح مشاكل تمويلية بإستخدام أموال خارجية خاصة إذا كان سيؤثر على الهيكل التمويلي المناسب في الشركة.

3. **سياسة توزيع الأرباح كقرار مستقل بذاته:** بالرغم من أن كل الدراسات الأكاديمية تدرس القرارات المالية بصفة مستقلة منفصلة عن باقي القرارات الأخرى لأنه من المهم معرفة وإدراك مدى تداخل القرارات الثلاثة في بعضها البعض فهناك تأثير متبادل فيما بينها، فالإستثمارات التي تقوم بها الشركة تحدد الأرباح المستقبلية وبالتالي حجم توزيعات الأرباح في المستقبل كما أن هيكل التمويل في الشركة يؤثر في عوامل إختيار فرص الإستثمارية التي تقبلها، بالإضافة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر في مقدار الأموال المملوكة في هيكل تمويل الشركة².

المطلب الثاني: تأثير القرارات المالية على قيمة الشركات المدرجة في البورصة

يهدف القرار المالي إلى تعظيم قيمة الشركة فالتوليفة الجيدة بين قرارات الإستثمار، التمويل، توزيع الأرباح، تساهم في تحقيق أهداف الشركة بحيث أن هناك إرتباط وثيق بين مختلف هذه القرارات³.

يهدف قرار الإستثمار إلى تحديد حجم الأموال التي ستستثمر، ونوع الأصول التي يتم الإستثمار فيها بحيث يترتب عن هذا القرار مجموعة من الأخطار بسبب عدم معرفة النتائج المستقبلية لهذا النوع من القرارات فيؤثر على قيمة الشركة من خلال تأثيره

¹ نور أبو الرب، مفيد الظاهر، "أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث العلمية والدراسات، العدد08، ص259، 2006.

² عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص138-139.

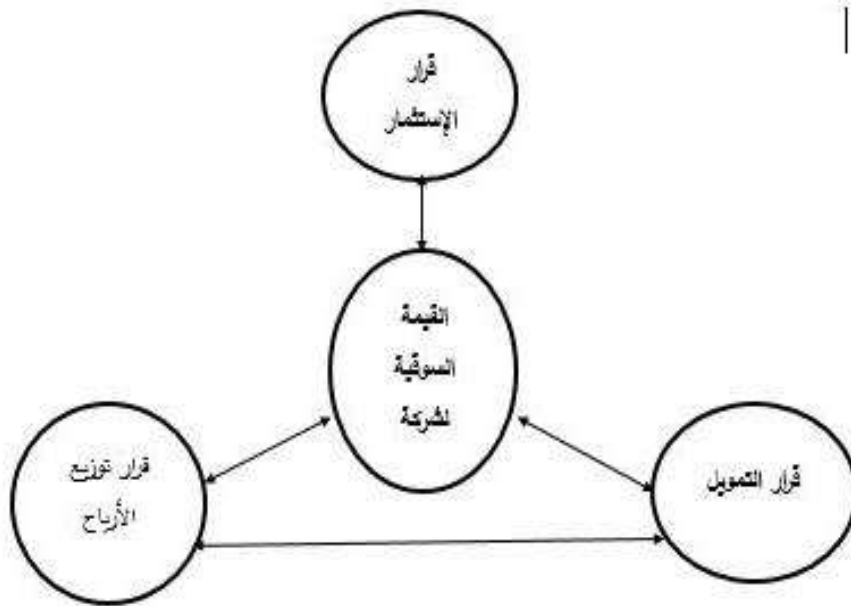
³ بوهالي محمد، لعبني عمر، "أثر القرارات المالية على نمو المؤسسة"، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، 2019، المجلد04، العدد01، ص30.

على حجم العائد الذي يتوقع أن تحققه ومن ثم إلى تعظيم قيمتها من خلال تعظيم قيمة السهم بتعظيم ثروة المساهمين على أن تكون قيمة التدفقات النقدية الداخلة تتجاوز إجمالي قيمة التدفقات النقدية الخارجة على أن يتم تعظيم قيمة هذه التدفقات وليس الأرباح. يسعى قرار التمويل لإيجاد الكيفية التي تحصل بها الشركة على الأموال اللازمة لتمويل هذه الإستثمارات بحيث على الشركة إختيار مصدر تمويل الذي يناسبها (إصدار الأسهم الجديدة، الإستدانة... إلخ) كما عليها إتخاذ قرار إستثماري يلائم إمكانياتها التمويلية لأنها ستقارن بين مردودية الإستثمارات المنفذة وتكلفة مصدر التمويل فتختار المشروع صاحب المردودية المرتفعة مع تكلفة منخفضة وتقلص من أخطار الإفلاس.

أما فيما يخص قرار توزيع الأرباح فهو يتعلق بالجزء من الأرباح والذي تقوم الشركة بتوزيعه على المساهمين أو تقوم بإعادة إستثماره وهو متعلق بالقرارين السابقين فكلما كان قرار الإستثمار وقرار التمويل جيدان كلما أمكن للمؤسسة توقع إرتفاع أرباحها بانتظام¹.

*إذن يعتبر الهدف من إتخاذ القرارات المالية المتداخلة هو تحقيق أقصى ثروة للمساهم من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة، ويمكن توضيح هذا التداخل والتأثير المتبادل بين القرارات المالية لشركة وقيمتها وهذا ما يوضحه الشكل (03)²:

الشكل رقم 3 علاقة التأثير بين القرارات المالية للشركة وقيمتها



المصدر: عبد الكريم خيري، محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: الإدارة المالية-مدخل القيمة وإتخاذ القرارات، الدار

الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص31.

¹ مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، "دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية"، ص02-03.

² عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص139.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة التي تناولت موضوع المرونة المالية

المطلب الأول: تقديم الدراسات السابقة

إرتأينا في عرض الدراسات السابقة بتقسيمها إلى ثلاث فئات: الدراسات التي تربط المرونة المالية بالقرار الاستثماري (الإفناق الاستثماري، النمو)، الدراسات التي تربط المرونة المالية بهيكل رأس المال (المخاطر، التعثر المالي، الأزمة)، والدراسات التي تربط المرونة المالية بقيمة الشركة (أو بقيمة أسهمها، أو الأداء المالي معبرا عنه بالربحية أو بأداء السهم في البورصة). وتجدر الإشارة إلى الارتباط بين المتغيرات التابعة المشار إليها سابقاً (قرار الاستثمار، هيكل رأس المال، الأداء والربحية وتوزيع الأرباح) والقيمة السوقية للشركة المدرجة في السوق المالي.

• أولاً - الدراسات التي تربط المرونة المالية بالقرار الاستثماري

1. دراسة أسماء بالعلمي (2019):

أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة باتنة 1 "الحاج لخضر" بعنوان "دور المرونة المالية في الرفع من قدرة المؤسسة على الإستثمار"، تمثلت إشكالية الدراسة في الرفع من قدرة المؤسسة على الإستثمار، وتم الإعتماد على عينة من سبعة أسواق مالية شملت 280 شركة صناعية في الفترة (2010-2014)، تم إستخدام نموذج الإستثمار المعزز بالمتغير الوهمي للمرونة المالية وتفاعله مع التدفق النقدي للشركة.

وكتيجة يتم تصنيف الشركة أنها ذات مرونة مالية إذا كانت تحتفظ برافعة مالية منخفضة على الأقل لمدة 3 سنوات أما عن تأثيرها في الواقع فليس له أي علاقة بالقدرة الإستثمارية للشركات محل الدراسة كما أن الاختلاف في قيمة المرونة المالية وتباينه لا علاقة له بتوظيف مواردها أي أن هذه الشركات سواء كانت صغيرة أو متوسطة لن تتأثر سياستها الإستثمارية بمدى إتباعها لسياسة رفع مالي متحفظة¹.

2. دراسة Victoria Cberkasoua, and Evgeny Kuzmin (2018):

مقال منشور في Gadjab Mada International Journal Of Business، تحت عنوان "Financial Flexibility As An Investment Efficiency Factor In Asian Companies"، تمت الدراسة على عينة تتكون من 1736 شركة في منطقة آسيا خلال الفترة (2005-2015)، تهدف الدراسة إلى إستكشاف تأثير المرونة المالية للشركة على فعالية إستثمارتها دون المستوى الأمثل ومعرفة العلاقة بينهم فتم إستخدام طريقة القدرة على تحمل الديون بالإعتماد على مؤشرات متعلقة بالمرونة المالية (حجم الشركة، نسبة الرافعة المالية، التدفقات النقدية) كمتغير مستقل وحجم الإستثمار كمتغير تابع.

توصلت الدراسة إلى أن تأثير المرونة المالية إيجابي وذو دلالة إحصائية فهي تمثل دور رئيسي وفعال في قرارات الشركة وفي أدائها الإستثماري فهي تؤثر بشكل مباشر على قرارات الإستثمار، فبعد حساب تأثير المرونة المالية على الإستثمار وكفائته تبين أن

¹ أسماء بالعلمي، دور المرونة المالية في الرفع من قدرة المؤسسة على الإستثمار، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، علوم مالية ومصرفية، جامعة باتنة 1 "الحاج لخضر"، 2018.

الشركة المرنة تميل إلى زيادة مستويات إستثماراتها وذلك بعد إستخدام المرونة كوسيط يساعد في الحد من مستوى الإستثمارات الغير فعالة خلال الأزمة الإقتصادية فكان لها أثر كبير في توسع الإقتصاد الآسيوي من خلال سياسة الرافعة المالية المنخفضة ومقنتياتها النقدية التي تشكل حاجزاً خلال أوقات عدم اليقين¹.

3. دراسة Tahereh Alsadat Mirkhalili, Hamid Khajeh Mahmoudabadi (2018):

مقال منشور في American Journal Of Industrial and Business Management بعنوان "The Effect Of Financial Flexibility On Financial Behavior Of Companies Listed In Tehran Stock Exchange" تمت الدراسة على عينة إحصائية مكونة من 100 شركة مدرجة في بورصة طهران لتبادل خلال الفترة (2009-2015)، تهدف الدراسة إلى تحليل تأثير المرونة المالية على السلوك المالي بالإعتماد على نموذج الإنحدار المتعدد وتقنيات برنامج Eviews للإقتصاد القياسي بإستخدام مؤشرات (الأرصدة النقدية) تخص المرونة المالية كمتغير مستقل و(النشاط الإستثماري، توزيعات الأرباح، مقدار النقد، قيمة الشركة) كمؤشرات تخص السلوك المالي كمتغير تابع.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ذو مغزى للمرونة المالية على النشاط الإستثماري لشركات المقبولة في البورصة ولها آثار سلبية على نسبة المدفوعات Dend ولم يكن تأثير المرونة المالية ذا مغزى على مقدار الإحتفاظ بالنقد ولا على نسبة توزيع الأرباح، إذن فالمرونة المالية لها تأثير إيجابي وهادف على السلوك المالي لهذه الشركات، بالإضافة إلى أنها عامل مهم وفعال في هيكل رأس المال ولها علاقة عكسية مع الرافعة المالية وحجم الشركة².

4. دراسة Annalisa Ferrando, Maraia-Teresa Marchica and Roberto Mura (2014):

مقال منشور في European Central Bank بعنوان "Financial Flexibility Across The Euro Area and The UK" تمت الدراسة عينة كبيرة تضم أكثر من 685000 شركة أوروبية غير متجانسة متداولة في القطاع العام والخاص لثمانى دول في منطقة اليورو والمملكة المتحدة خلال الفترة (2010-1990)، تهدف الدراسة إلى معرفة الصلة بين المرونة المالية التي تم الحصول عليها من خلال سياسات الرافعة المالية المتحفظة وقدرة الشركات على الإستجابة للتغيرات غير المتوقعة في فرص الإستثمار بالإعتماد على التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة بإستخدام مؤشرات (الرافعة المالية، السيولة، قدرة الإقتراض الفائضة) تدل على المرونة المالية كمتغير مستقل وقدرة الشركة على الإستثمار كمتغير تابع.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير كبير للمرونة المالية على القدرة الإستثمارية للشركة فالشركات المرنة مالياً قادرة على تقليل إستثماراتها أقل بكثير من الآخرين وهي أقل تعرضاً لعيوب السوق حتى أثناء الظروف القاسية للأزمة الأخيرة إلا أن قيمة المرونة المالية تختلف عبر الشركات التي تواجه درجات مختلفة من القيود المالية ولها أهمية في شركات منطقة اليورو أكثر مما هي عليه بالنسبة للمملكة

¹ Victoria Cberkasoua, Evgeny Kuzmin, "Financial Flexibility As An Investment Efficiency Factor In Asian Companies", Gadjab Mada International Journal Of Business, 2018, Vol20, N02.

² Tahereh Alsadat Mirkhalili, Hamid Khajeh Mahmoudabadi, "The Effect Of Financial Flexibility On Financial Behavior Of Companies Listed In Tehran Stock Exchange", American Journal Of Industrial and Business Management, 2018, N08.

المتحدة، فالمرونة المالية تسمح لشركات بتقليل التأثير السلبي لصدمات السيولة على قراراتهم الإستثمارية بالإضافة إلى قدرة الإقتراض الفائضة التي تساعد على الإستثمار نسبياً أكثر من غيرها في ظل وجود معلومات غير متماثلة ومشاكل التعاقد، إذن للمرونة المالية علاقة إيجابية مع قدرة الشركة على الإستثمار المستقبلي على الرغم من إحتكاكات السوق التي تعرقل فرص النمو المرجحة المحتملة¹.

• ثانياً - الدراسات التي تربط المرونة المالية بهيكل رأس المال

1. دراسة أرشد فؤاد مجيد إبراهيم، إسرائ أمين عبد الستار (2019):

مقال منشور في مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، العدد 57، بعنوان "تأثير كفاءة رأس المال والمرونة المالية في فجوة النمو المستديم"، تمت الدراسة على عينة مكونة من 6 شركات صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ولمدة 9 سنوات خلال الفترة (2005-2014)، تهدف الدراسة إلى تحليل تأثير كفاءة رأس المال العامل والمرونة المالية في فجوة النمو المستديم بالإعتماد على تحليل Panel Data للإنحدار المتعدد وفق نموذج التأثير الثابت بإستخدام أربعة متغيرات مستقلة إثنان تخصص كفاءة إدارة رأس المال العامل (دورة التحول النقدي، دوران رأس المال العامل) وآخرون للمرونة المالية (نسبة الرافعة المالية، نسبة السيولة النقدية) بينما المتغير التابع هو فجوة النمو المستديم.

أشارت النتائج إلى وجود علاقة وتأثير كبير ذو دلالة إحصائية معنوية لكفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية في فجوة النمو المستديم، أي أن تأثير كفاءة إدارة رأس المال العامل في فجوة النمو المستديم كان من خلال عدد مرات دوران رأس المال العامل والذي يعكس الإستخدام الكفء لموجوداتها الداخلية وقدرتها على تحقيق الإيرادات من المبيعات وبالتالي فإن زيادته تنعكس في فجوة النمو المستديم وذلك من خلال معدل النمو الفعلي ومن جانب آخر يظهر تأثير المرونة المالية في فجوة النمو المستديم من خلال نسبة الرافعة المالية أي مدى إعتداد الشركات على مصادر التمويل الخارجية في تمويل الإستثمارات وتحقيق الأرباح وزيادة فرص النمو والذي يمكنها من إحتجاز جزء من أرباحها لتمويل التوسعات المستقبلية وزيادة ثروة المالكين والذي ينعكس بدوره في معدل النمو المستديم فيمكن الشركات من تحقيق التوازن في فجوة النمو المستديم².

2. دراسة هدى هادي حسن العامري (2018):

أطروحة دكتوراه في فلسفة إدارة الأعمال، جامعة كربلاء، بعنوان "المرونة المالية وإنعكاساتها في تحقيق التعافي المالي"، تمت الدراسة على عينة في سوق العراق للأوراق المالية شملت 10 مصارف في الفترة (2005-2015)، تهدف هذه الدراسة الى تحديد دور المرونة المالية في المصارف للوصول إلى التعافي المالي بالإعتماد على أساليب التحليل المالي وبعض الأساليب الإحصائية (معامل الارتباط البسيط، تحليل الإنحدار البسيط، إختبار F ، R^2) وإستخدام أربعة متغيرات لها علاقة بالمرونة المالية (مؤشر مضاعف حق

¹ Annalisa Ferrando, Maria-Teresa Marchica, "Roberto Mura, Financial Flexibility Across The Euro Area and The UK", Euroocean Central Bank, January 2014, N1630.

² أرشد فؤاد مجيد إبراهيم، إسرائ أمين عبد الستار، "تأثير كفاءة رأس المال العامل والمرونة المالية على فجوة النمو المستديم"، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، 2019، العدد 57.

الملكية، نسبة الديون إلى حق الملكية، الرصيد النقدي، نسب السيولة) ومؤشرات (العائد على الموجودات، العائد على الودائع، ملائمة رأس المال للقروض، ملائمة رأس المال للودائع) تخص التعافي المالي كمتغير تابع.

من خلال النتائج توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إرتباط ذات دلالة إحصائية معنوية بين المرونة المالية ومدى تحقيقها للتعافي المالي في المصارف التجارية ولكن بشكل ضعيف جداً لغياب الوعي المصرفي فشكل ذلك مخاطر مصرفية من شأنها أن تؤثر في المرونة المالية وتجعل منها صعوبة للوصول على التعافي المالي¹.

3. دراسة يوسف حجيم سلطان الطائي، حيدر جاسم عبيد الجبوري (2017):

مقال منشور في مجلة الغري للعلوم الإقتصادية والإدارية، تحت عنوان "المرونة المالية وتأثيرها في الحد من هشاشة النظام المصرفي"، تمت الدراسة على عينة مكونة من 4 مصارف تجارية خاصة في القطاع المصرفي العراقي خلال الفترة (2005-2015)، تهدف الدراسة إلى معرفة مدى ممارسة المصارف التجارية للمرونة المالية لتأثير في الحد من هشاشة النظام المصرفي باستخدام مؤشرات (الموجودات النقدية، قابلية الدين، صافي التدفق النقدي) تخص المرونة المالية كمتغير مستقل وهشاشة النظام المصرفي كمتغير تابع يتم تحليله وفق مؤشر (Z-Score).

توصلت الدراسة من خلال نتائجها أن المصارف تحقق معدلات مرتفعة من المرونة المالية وذلك لتحسين نفسها ضد الصدمات الغير المتوقعة وتحقيق مستويات مقبولة من العائد لأغلب المصارف سواءً كان على مستوى الموجودات أو حقوق الملكية نتيجة إعتماها على سياسة مالية مرنة²

4. دراسة أسماء بالعلمي (2016):

مقال منشور في مجلة الإقتصاد الصناعي، عدد 10 جوان 2016، بعنوان "دور المرونة المالية في التأثير على قرارات هيكل رأس المال"، تمت الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية مكونة من 58 شركة خلال الفترة (2000-2009)، فتمثل هدف الدراسة في تحديد مدى تأثير المرونة المالية على قرارات هيكل رأس المال، تم الإعتماد على نموذج المعادلات الآتية وطريقة المربعات الصغرى بإستخدام أربعة متغيرات لها علاقة مباشرة بالمرونة المالية (حجم الشركة، نسبة الأرباح المحتجزة، نسبة توزيعات الأرباح، الرصيد النقدي) كمتغير مستقل ونسبة المديونية في هيكل التمويل كمتغير تابع.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة خطية يختلف إتجاهها من متغير لآخر بين هذه المتغيرات التي تقيس المرونة المالية ونسبة المديونية في هيكل التمويل³.

¹ هدى هادي حسن العماري، المرونة المالية وإنعكاساتها في تحقيق التعافي المالي، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه، فلسفة إدارة الأعمال، مجلس كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة كربلاء، 2018.

² يوسف حجيم سلطان الطائي، حيدر جاسم عبيد الجبوري، "المرونة المالية وتأثيرها في الحد من هشاشة النظام المصرفي"، مجلة الغري للعلوم الإقتصادية والإدارية، 2017، العدد 03.

³ أسماء بالعلمي، "دور المرونة المالية في التأثير على قرارات هيكل رأس المال"، مجلة الإقتصادي الصناعي، 10 جوان 2016.

5. دراسة Ziad Mohammad Zurigat (2016):

مقال منشور في Virtus Nterpress بعنوان "Financial Flexibility and The Speed Of Target Adjustment Of Capital Structure" تمت الدراسة على عينة مكونة من 47 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2014)، تهدف الدراسة إلى معرفة أثر المرونة المالية على سرعة الهدف تعديل هيكل رأس المال بالإعتماد على تقنيات تحليل البيانات المجمع واللوحية تخص دالة الهدف وتحليل المتعدد المعايير بإستخدام مؤشرات (نسبة الرافعة المالية، التغير في نسبة الإحتفاظ) تخص المرونة المالية كمتغير مستقل.

توصلت الدراسة إلى أن الشركات الأردنية الصناعية لديها هدف تعديل هيكل رأس المال لكن التكيف معه يحدث ببطء، في حين أن المرونة المالية تمثل دور مهم في قرارات التمويل لهذه الشركات المرنة مالياً فهي تقوم بتعديل نسبة الرافعة المالية بشكل أسرع بكثير من الشركات الأقل مرونة وذلك لتجنب ضياع الفرص أو الخبثات الإستثمارية المرشحة لتمويل الضيق المالي المفاجيء¹.

6. دراسة Zazem Rahimi & Alireza Mosavi (2016):

مقال منشور في International Journal Of Economics and Finance بعنوان "Value Of Financial Flexibility and Firm's Financial Policies: Empirical Evidence From The Firms Listed In Tehran Stock Exchange" تمت الدراسة على عينة مكونة من 155 شركة مدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2014)، تهدف الدراسة إلى التحقق في العلاقة بين المرونة المالية والسياسات المالية للشركات فتم إستخدام نموذج البيانات المتكاملة وتقنيات الإنحدار والإرتباط لتقييم العلاقة بين المتغيرات بالإعتماد على 3 جوانب أساسية من السياسات المالية (سياسة توزيع الأرباح، الرافعة المالية، الموجودات النقدية) كمتغير تابع والمرونة المالية كمتغير مستقل.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي كبير للمرونة المالية على الأرباح الموزعة من قبل الشركة والمطلوبات المتداولة والديون طويلة الأجل الخاصة بالرافعة المالية بما في ذلك التغيرات في الرصيد النقدي، بمعنى وجود علاقة عكسية بين المرونة المالية وتأثيرها على السياسات المالية للشركة وذكر أن الشركات التي يعتبر المساهمون فيها أن المرونة المالية أكثر قيمة تكون لها مدفوعات أقل من الأرباح وتوزيعات الأرباح أقل وتفضل عمليات إعادة شراء الأسهم عليها وتظهر فيها نسب الرافعة المالية منخفضة².

7. دراسة فداء موسى محمد أبو راشد (2014):

رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك، الأردن، بعنوان المرونة المالية وقرارات هيكل رأس المال، تمت الدراسة على عينة مكونة من شركات صناعية مدرجة في أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي متكونة من 39 شركة صناعية خلال الفترة (2008-2012)، تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير المرونة المالية على قرارات هيكل رأس المال فتم

¹ Ziad Mohammad Zurigat, "Financial Flexibility and The Speed Of Target Adjustment Of Capital Structure: Panel Data Analysis", Virtus Nterpress, 2016, Vol06, N04.

² Kazem Rahimi, Alireza Mosavi, "Value Of Financial Flexibility and Firm's Financial Policies: Empirical Evidence From The Firms Listed In Tehran Stock Exchange", International Journal Of Economics and Finance, 2016, Vol08, N04.

الإعتماد على نموذج قياسي آني بمؤشرات (حجم الشركة، الأرباح المحتجزة، نسبة توزيعات الأرباح، التدفقات النقدية) تدل على المرونة المالية كمتغير مستقل ومؤشرات (الرافعة المالية، الرصيد النقدي لشركة) تدل على هيكل رأس المال كمتغير تابع. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة المديونية وحجم الشركة وبالتالي الشركات الكبيرة أقل عرضة للعسر المالي وعلاقة عكسية بين الرفع المالي وتوزيعات الأرباح وله علاقة عكسية مع الأرباح المحتجزة والرصيد النقدي وبالتالي وجود علاقة عكسية بين مؤشرات المرونة المالية ومؤشرات قرارات هيكل رأس المال¹.

8. دراسة Shen Hwee Chya (2012):

أطروحة دكتوراه فلسفة، جامعة نوتنغهام، بعنوان "Cash Holdings Structure and Financial Flexibility"، تمت الدراسة على عينة مكونة من الشركات الأمريكية العامة خلال الفترة (1980-2008)، تهدف الدراسة إلى معرفة دور المرونة المالية في سيولة الشركات وإدارة التمويل بالإعتماد على تحليل المتعدد المعايير واستخدام (قدرة الديون، الممتلكات النقدية) كمؤشرات لإدارة المرونة الداخلية ومؤشرات (سيولة حقوق الملكية، سيولة الأسهم العادية EEF) كمؤشرات لإدارة المرونة المالية الخارجية. توصلت الدراسة إلى وجود تأثير متبادل وكبير بين قدرة الدين والنقد وأن هناك علاقة سلبية بين أداتي المرونة المالية الداخلية عند احتساب حجم الشركة والمخاطر الخاصة وتأثيرات الصناعة بالإضافة إلى ذلك تم العثور عليهم بشكل متزايد مما يشير إلى وجود فرق أكبر في إدارة السيولة، فتم استخدام قدرة الدين والنقد معاً لتفسير معظم التغيرات في سلوك الاستثمار ومع ذلك أثناء الركود تزيد قدرة الديون من قيمة الشركة لأن لها قدرة تنبؤية أفضل للموجودات النقدية، كما توصلت إلى أن هناك تأثير إيجابي لقدرة الدين على الاستثمار لكن النقد لا يؤثر فهو يأخذ غرض احترازي أكثر لمتطلبات التشغيل بدلاً من تدفقات الاستثمار، إذن فالمرونة المالية عامل مهم في قرارات التمويل أيضاً².

9. دراسة Soku Byoun (2007):

مقال منشور في Hankamer School Of Business، تحت عنوان "Financial Flexibility, Firm Size and Capital Structure"، تمت الدراسة على عينة تتكون من جميع الشركات الأمريكية المتاحة خلال الفترة (1971-2005) وذلك بعد إسقاط حوالي 8% من العينة التي لا تفي بمتطلبات الدراسة، تهدف الدراسة إلى فحص العلاقة بين حجم الشركة والرافعة المالية من منظور المرونة المالية على أنها المدى الذي يمكن أن تقوم به الشركة لتعبئة مواردها المالية لإلتخاذ الإجراءات الوقائية والإستغالية إستجابةً للمعلومات اللاحقة من أجل تعظيم قيمتها وذلك بالإعتماد على التحليل الإحصائي واستخدام المؤشرات (الأرباح المحتجزة، التصنيفات الإئتمانية طويلة الأجل) لدلالة على حجم الشركة كمتغير مستقل مع نسبة الرافعة المالية بالإضافة إلى (الممتلكات النقدية، تمويل الديون، حقوق الملكية) كمؤشرات لقياس المرونة المالية كمتغير تابع.

توصلت الدراسة إلى وجود شركات صغيرة لديها نسب منخفضة من الرافعة المالية ليس بسبب الأموال التي يتم إنشاؤها داخلياً ولكن بسبب تمويل إضافي لرأس المال (تمويل خارجي للأسهم)، ومن ناحية أخرى وجد أن الشركات الكبيرة الحجم تتمتع

¹ فداء موسى، محمد أبو راشد، المرونة المالية وقرارات هيكل رأس المال، رسالة ماجستير، في العلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك، الأردن، 2014.

² Shen Hwee Chua, "Cash Holdings Capital Structure and Financial Flexibility", Thesis Submitted To The University Of Nottingham For The Degree Of Doctor Of Philosophy, July 2012.

برافعة مالية منخفضة لأنها تعتمد على الأموال التي يتم إنشاؤها داخلياً عن طريق إصدار حقوق الملكية وبناء حيازات نقدية لتحقيق المرونة المالية، فغالباً ما تحمل تعهدات الديون قيوداً على قرارات التمويل والإستثمار التي تكون مرهقة بشكل خاص على الشركات الصغيرة المتنامية فيسمح تمويل رأس المال لها بجمع السيولة دون إعاقة المرونة المالية، وفي الأخير تم التوصل إلى وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركات ونسبة الرافعة المالية بشرط الأرباح المحتجزة تكون إيجابية في الشركات الصغيرة فقط وعلاقة سلبية مع المرونة المالية¹.

10. دراسة حيدر حمودي علي:

مقال بعنوان "دور المرونة المالية في تجنب الأزمة المالية من خلال الدور التفاعلي لتجديد الإستراتيجي"، تمت الدراسة على عينة مكونة من 10 مصارف تجارية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2015)، تهدف الدراسة إلى معرفة تأثير المرونة المالية في تجنب الأزمة المالية وفق منظور التجديد الإستراتيجي بالاعتماد على التحليل الإحصائي عبر توظيف حزمة من البرمجيات الجاهزة وتم إستخدام مؤشرات (نسب الرافعة المالية، نسب السيولة) تدل على المرونة المالية كمتغير مستقل و(نسبة كفاية رأس المال، نسب الربحية، نسب الديون المتعثرة، نسبة القروض للودائع) تدل على الأزمة المالية كمتغير تابع في حين إعتبر التجديد الإستراتيجي كمتغير تفاعلي.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة تأثير معنوية بين المرونة المالية ودورها في الحد من الأزمة المالية كما بينت الدور الإيجابي للمتغير المساعد التفاعلي التجديد الإستراتيجي، فتبين أن المرونة المالية تفسر الأزمة المالية على المستوى الكلي وعلى مستوى المؤشرات الفرعية في قطاع المصارف التجارية².

• ثالثاً - الدراسات التي تربط المرونة المالية بقيمة الشركة والأداء المالي

1. دراسة سيف الدين أحمد عواد الأسدي (2021):

رسالة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والإقتصاد، كجزء لنيل درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة كربلاء، العراق، بعنوان "تحليل مؤشرات المرونة المالية للشركات وتأثيرها في الأداء المالي"، تمت الدراسة على عينة مكونة من 5 شركات صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2019)، تهدف الدراسة إلى قياس وتحليل تأثير المرونة المالية في الأداء المالي بالاعتماد على مجموعة من التحليلات والإختبارات الإحصائية ومعامل الإنحدار المتعدد وأسلوب الحذف التراجعي (Back Ward) بإستخدام مؤشرات (الرافعة المالية، الحيازة النقدية) تدل على المرونة المالية كمتغير مستقل و(الربحية، مؤشرات الكفاءة) تدل على الأداء المالي كمتغير تابع.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية وأثر معنوي طردي لمؤشرات المرونة المالية مع معظم مؤشرات الأداء المالي، تبين أن هذه الشركات تطبق مؤشرات المرونة المالية على وجه الخصوص (نسبة التداول، مضاعف حق الملكية، نسبة النقد، صافي

¹ Soku Byoun, "Financial Flexibility Firm Size and Capital Structure", Hankamer School Of Business, October2007.

² حيدر حمودي علي، "دور المرونة المالية في تجنب الأزمة المالية من خلال الدور التفاعلي لتجديد الإستراتيجي".

التدفق النقدي) على مؤشرات الأداء المالي كونها قادرة على الإستجابة بفعالية لصدمات غير متوقعة لشركة وتجنبها خطر الإفلاس ومواجهة الإلتزامات المالية وخلق فرص للإستثمار¹.

2. دراسة Xi Aodong Teng, Beo Guang Chang, and Kun-Chanwu (2021):

مقال منشور في Sustainability بعنوان "The Role Of Financial Flexibility On Enterprise Sustainable Development During The Covid-19 Crisis- Aconsideration Of Tangible Assets" تمت الدراسة على عينة تشمل 1694 شركة في صناعة الموصلات والآلات وصناعة النسيج والصناعات التحويلية الأخرى المدرجة في بورصة تايوان خلال الربع الأول والثاني من عام 2020، تهدف الدراسة إلى معرفة تأثير المرونة المالية على أداء الشركة خلال أزمة Covid19 تم الإعتماد على تحليل الإرتباط بإستخدام مؤشرات (المرونة النقدية، مرونة الديون) لدلالة على المرونة المالية كمتغير مستقل و(العائد على الأصول) كمؤشر يقيس أداء الشركة كمتغير تابع بالإضافة إلى (العائد على حقوق الملكية) كإختبار للمتانة كمتغير منظم.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي كبير للمرونة المالية على الأداء العام لشركة خلال أزمة Covid19، ويرجع سبب ذلك إلى تأثير مؤشرات المرونة المالية بشكل قوي على الأداء المالي بالإضافة إلى دور إختبار المتانة الذي عزز العلاقة بين المرونة المالية والأداء وساعد في شرح وتوضيح ذلك².

3. دراسة Haifeng Zhang, Zhuo Zhang, and Ekaterina Steklova (2020):

مقال منشور في Sustainability، تحت عنوان "Do Companies Need Financial Flexibility For Sustainable Development?" تمت الدراسة على عينة من بورصتي شنغهاي وشينزن بالصين لـ 3359 شركة خلال الفترة (2009-2017)، تهدف الدراسة إلى معرفة التأثير المتبادل بين المسؤولية الإجتماعية لشركات (CSR) وإحتياطي المرونة المالية فتم إستخدام إجراء 2SLS لطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين بمؤشرات تخص المرونة المالية (الرافعة المالية، الحيازات النقدية) كمتغير مستقل والمسؤولية الإجتماعية كمتغير تابع.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثيرات بديلة ومختلفة بين المسؤولية الإجتماعية والمرونة المالية ويكون قوي في شركات ذات عدم اليقين البيئي المرتفع وقيود التمويل لأداء تدابير المسؤولية الإجتماعية لشركات ذات الإحتياطات المالية المرنة، يظهر هذا التأثير أن الشركات تستطيع تنفيذ المزيد من المسؤولية الإجتماعية لتقليل الحاجة إلى المرونة المالية الإحتياطية فيؤدي ذلك إلى تحسين بيئة عملها غير المؤكدة وتحسين كفاءة الإستثمار والأداء المالي³.

¹ سيف الدين أحمد عواد الأسدي، تحليل مؤشرات المرونة المالية للشركات وتأثيرها في الأداء المالي، رسالة مقدمة لنيل درجة ماجستير، العلوم المالية والمصرفية، جامعة كربلاء، العراق، 2021.

² Xi Aodong Teng, Beo Guang Chang, and Kun-Chanwu, "The Role Of Financial Flexibility On Enterprise Sustainable Development During The Covid-19Crisis- Aconsideration Of Tangible Assets", Sustainability, 2021, 13, 1245.

³ Haifeng Zhang, Zhuo Zhang, Ekaterina Steklova, "Do Companies Need Financial Flexibility For Sustainable Development?", Sustainability, 2020, Vol12, N1811.

4. دراسة (Jiangnan yi (2020):

مقال منشور في Journal Of Research In Emerging Markets، تحت عنوان "Financial Flexibility, Dynamic Capabilites, and The Performance Of Manufacturing enterprises" تمت الدراسة على عينة مكونة من 292 شركة مدرجة في قطاع الصناعة التحويلية في أسواق شنتشن وشنغهاي للأوراق المالية بصين خلال الفترة (2011-2017)، تهدف الدراسة إلى تحليل تأثير ودراسة آلية المرونة المالية على أداء الشركة من منظور القدرات الديناميكية بالإعتماد على إختبار تحليل الإنحدار المتعدد وباستخدام مؤشرات (نسبة النقدية، نسبة الديون) تدل على المرونة المالية كمتغير مستقل ومؤشرات (إجمالي الأصول ROA، العائد على رأس المال ROC) تدل على أداء شركة كمتغير التابع والقدرات الديناميكية كمتغير وسيط. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة مقلوبة بين المرونة المالية وأداء الشركة على شكل حرف U ويدعم الحجة القائلة بأن المرونة المالية لها تأثير فاصل على الأداء الذي يؤدي على مشكلة تكلفة الوكالة الناجمة عن المرونة المالية القوية التي قد تؤدي إلى استثمار غير فعال وإهدار غير ضروري، بالإضافة إلى دور القدرات الديناميكية الذي أكد تلك العلاقة فيساعد الشركات على التكيف بشكل أكثر فعالية في وضع إقتصادي متكامل¹.

5. دراسة (Yangyang Gu, Fangying (2020):

مقال منشور في مجلة IOP لنشر، العدد 1607، تحت عنوان "Internal Gontrol, Financial Faxibility and Corporate Performance-Based On Empirical Analysis Of Listed Companies In Information Technology Industry"، تمت الدراسة على عينة تتكون من 197 شركة في صناعة تكنولوجيا المعلومات المدرجة في بورصة الصين خلال الفترة (2015-2018)، تهدف الدراسة إلى معرفة تأثير المرونة المالية والرقابة الداخلية على أداء الشركات بالإعتماد على الأساليب التجريبية تم استخدام (معدل العائد على الأصول ROA) يخص أداء الشركات كمتغير مستقل و(المرونة المالية النقدية FF²، مربع المرونة المالية FF²) تخص المرونة المالية كمتغير تابع و(مؤشر الرقابة الداخلية) كمتغير منظم. توصلت الدراسة إلى أن المرونة المالية لشركات تكنولوجيا المعلومات ليست عالية بشكل عام ولرقابة الداخلية دوراً تنظيمياً إيجابياً بين المرونة المالية وأداء الشركات لقدرتها على التحكم في التدفق النقدي والإشراف على الشركات وتخفيض تكاليف الوكالة².

6. دراسة (Zhaoyang Guo, Siyu Hou, and Qingchang Li (2020):

مقال منشور في Sustainability، تحت عنوان: "Corporate Sosial Responsibility and Firm Value: The Moderating Effects Of Financial Flexibility and R & D Investment" تمت الدراسة على عينة تتكون من 2311 شركة صينية مدرجة في بورصتي شنغهاي وشينزن خلال الفترة (2010-2016)، تهدف الدراسة إلى معرفة العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية لشركات وقيمتها وإستكشاف الدور الوسيط للمرونة المالية والإستثمار في البحث والتطوير بالإعتماد على التحليل المتعدد المعايير وباستخدام (الإيرادات) كمؤشر لقياس قيمة الشركة كمتغير تابع و(درجة المسؤولية الاجتماعية لشركات)

¹ Jiangnan Yi, "Financial Flexibility Dynamic Capabilities and The Performance Of Manufacturing Enterprises", Journal Of Reseqrch In Emerging Markets, 2020, Vol02, N02.

² Yangyang Gu, Fangying, "Internal Control Financial Faxibility and Corporate Performance-Based On Empirical Analysis Of Listed Companies In Information Technology Industry", IOP Publishing, 2020, 1607.

كمؤشر لقياس المسؤولية الاجتماعية كمتغير مستقل بالإضافة إلى متغيرات وسيطة تتمثل في المرونة المالية (نسبة السيولة النقدية، والنسبة الحالية) والاستثمار في البحث والتطوير.

توصلت الدراسة إلى أن المسؤولية الاجتماعية "سيف ذو حدين" على قيمة الشركة فتؤثر عليها من جانبين مما يقلل من المخاطر الشخصية وأرباح الشركات ويزيد من المخاطر المنهجية ومع ذلك فالمرونة المالية والاستثمار في البحث والتطوير لهم الدور في منع هذه الآثار السلبية ويظهر ذلك من خلال تقليل العلاقة الإيجابية بالمرونة المالية بين المسؤولية الاجتماعية ومخاطر النظام في حين أن الاستثمار في البحث والتطوير يقلل العلاقة السلبية بين المسؤولية الاجتماعية لشركات والمخاطر الشخصية ومن ناحية أخرى أكدت المتغيرات المساعدة أن بورصة شنغهاي لديها مخاطر منهجية أعلى من بورصة شينزن ويرجع ذلك إلى انخفاض كفاءة المعلومات فيها أما عن المخاطر الشخصية فيها ضعيفة بعكس بورصة شينزن¹.

7. دراسة (2019) Leo Vashkor Dewri:

مقال منشور في International Journal Of Accounting and Finamcial Reporting تحت عنوان "Financial Flexibility – Asynthesis Of Literature Review"، أعدت هذه الدراسة لمراجعة مختلف الأدبيات النظرية والدراسات التي تناولت موضوع المرونة المالية فهي تهدف إلى معرفة الفجوات الأدبية الموجودة حول المرونة المالية وتحديد مدى أهميتها بالإعتماد على اختبار التحليل الإحصائي فتم استخدام (الممتلكات النقدية، الأموال الداخلية، قدرة الرافعة المالية الاحتياطية) كمؤشرات قياس للمرونة المالية في أدبيات هيكل رأس المال المعاصر.

توصلت الدراسة إلى أن التمويل بالأدوات خارج الميزانية العمومية يتزايد بشكل طبيعي وله تأثير على سياسة الديون والمرونة المالية فالشركات التي تملك نقوداً عالية ورافعة مالية منخفضة هي شركات مرنة لها القدرة على جمع الأموال الخارجية، إذن للمرونة المالية علاقة إيجابية بالاستثمار وأداء الشركة أثناء وبعد الأزمة فهي تمثل دوراً محورياً في مكافحة الركود والمساهمة في النمو الإقتصادي².

8. دراسة (2019) Semere Simon Embaye:

مقال منشور في European Journal Of Research، تحت عنوان "The Effect Of Financial Flexibility On Firm Performance-Evidence From North African Countries"، تمت الدراسة على عينة تتكون من 231 شركة و3053 شركة مراقبة لمدة عام مدرجة في أسواق شمال إفريقيا (مصر، المغرب، تونس) خلال الفترة (1997-2017)، تهدف الدراسة إلى فحص التأثير الكمي للمرونة المالية FF على ربحية الشركات غير المالية ومعرفة العلاقة بينهم في الإقتصاديات النامية بالإعتماد على اختبار الدلالات الإحصائية باستخدام (العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE) كمؤشرات تخص أداء الشركة كمتغير تابع في حين تم الاعتماد على مؤشرات (الرافعة المالية، نسبة السيولة، نسبة الأرباح الموزعة) كمؤشرات تخص المرونة المالية كمتغير مستقل.

¹ Zhaoyang Guo, Siyu Hou, Qingchang Li, "Corporate Social Responsibility and Firm Value: The Moderating Effects Of Financial Flexibility and R & D Investment", Sustainability, 2020, Vol12, N8452.

² Leo Vashkor Dewri, "Financial Flexibility-Asynthesis Of Literature Review", International Journal Of Accounting and Financial Reporting, 2019, Vol09, N01.

توصلت الدراسة إلى أن المرونة المالية FF هي المحدد الأساسي لأداء الشركة بالإضافة إلى أن الشركات قليلة المرونة هي الأكثر عرضةً للإخفاضات المفاجئة في أدائها، فتكامل نتائج هذه الدراسة ما قدمته الدراسات التي قبلها كدراسة (Vithessonthi and Tongurai,2015) ودراسة (Ma and Jin,2016) بالإضافة إلى دراسة (Lie,2005) التي أكدت أن المرونة المالية هي المحرك الأساسي لأداء الشركة وأن هناك دلالة إحصائية بينهم مع إتجاه سلمي لديون لدى الشركات المرنة مالياً¹.

9. دراسة YunYun Cai, Yiding Wu (2019):

مقال منشور في *Advances In Social Science, Education and Humanities Research* بعنوان "The Influence Of Financial Flexibility On Enterprise's Profitability In The Future"، تمت الدراسة إلى عينة مكونة من 62 شركة مدرجة في قطاع المعادن غير الحديدية بشنغهاي وشننتشن خلال الفترة (2013-2017)، تهدف الدراسة إلى معرفة تأثير المرونة المالية على الربحية المستقبلية للشركة بالإعتماد على طريقة الإنحدار الخطي المتعدد للمتغيرات باستخدام مؤشرات (المرونة النقدية، مرونة تمويل الديون) تدل على المرونة المالية كمتغير مستقل ومؤشرات (معدل دوران الأصول، تركيز الملكية، معدل نمو الدخل التشغيلي وعوامل أخرى) تدل على الربحية المستقبلية للشركة كمتغير تابع.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين المرونة المالية وربحية الشركات أي أن الشركات التي تتمتع بمرونة مالية كبيرة نسبياً لديها ربحية أكبر وذلك من خلال تعزيز قدرة هذه الشركات على التعامل مع المخاطر والفرص المستقبلية وتعزيز الإستخدام الفعال والمعقول للموارد، ولكن التأثير بين المرونة المالية والربحية المستقبلية لم يكن كبير وكان متأخر وبطيء في شركات صناعة المعادن غير الحديدية².

10. دراسة Zaher Abdel Fattah Al-Slehat (2019):

مقال منشور في *International Journal Of Business and Management* بعنوان "The Impact Of The Financial Flexibility On The Performance"، تمت الدراسة على عينة مكونة من 18 شركة أردنية في قطاع الخدمات مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2017)، تهدف الدراسة إلى تقصي أثر المرونة المالية على الأداء بالإعتماد على تحليل الإنحدار الخطي المتعدد باستخدام مؤشرات (الموجودات النقدية، السيولة، التدفق النقدي) تدل على المرونة المالية كمتغير مستقل ومؤشرات (نسبة تغطية الفائدة، نسبة هامش التشغيل) تدل على الأداء كمتغير تابع.

توصلت الدراسة إلى أن المرونة المالية تعتبر معيار أساسي للقرارات المالية في الشركات لتوجيه الإستثمارات نحو فرص إستثمارية مربحة وأن لها تأثير إيجابي على مؤشرات الأداء ككل في شركات قطاع الخدمات الأردني وذلك لتحقيق ميزة تنافسية تنعكس في تطور هذه الشركات وإستمراريتها³.

¹ Semere Simon Embaye, "The Effect Of Financial Flexibility On Firm Performance-Evidence From North African Countries", *European Journal Of Research*, 2019, N05.

² Yunyun Cai, Yiding Wu, "The Influence Of Financial Flexibility On Enterprise's Profitability In The Future", *Advances In Social Science Education and Humanities Research*, 2019, Vol476.

³ Zeher Abdel Fattah Al-Slehat, "The Impact Of The Financial Flexibility On The Performance", *International Journal Of Business and Management*, 2019, Vol14, N06.

11. دراسة Mahmoudou Bocar Sall، (2013):

مقال منشور في La Revue Des Sciences De Gestion بعنوان "Flexibility Financiere Des Societes Conjointes Au Senegal"، تمت الدراسة على عينة مكونة من 82 شركة تنتمي إلى مختلف قطاعات الإقتصاد السنغالي خلال الفترة (2003-2007)، تهدف الدراسة إلى تحليل تأثير المرونة المالية في شركات الإتحاد الإفريقي في السنغال للحصول على الموارد اللازمة لبقائها وإستمراريتها ونموها فتم الإعتماد على نموذج الإنحدار المتعدد وإختبار الدلالات الإحصائية بإستخدام مؤشرات (القدرة على توليد السيولة، معدل نمو رأس المال) تخص المرونة المالية كمتغير مستقل وإعتبر مؤشرات (إجمالي الأصول، إجمالي الديون) تخص أداء الشركة كمتغير تابع.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين نسبة رأس المال والمرونة المالية أي بين أداء الأعمال التجارية والمرونة المالية، فأثبتت هذه الدراسة أن ظاهرة الشراكة لا تزال حقيقية في السنغال وأن هناك ففة من الشركات تختلف تماماً عن غيرها من وجهة نظر سلوكها المالي وأدائها¹.

12. دراسة Ozgur Arslan-Ayaydin, Chris Florackis, Aydin Ozkan (2012):

مقال منشور في Springer Science + Business بعنوان "Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance: Evidence From Financial Crises"، تمت الدراسة على عينة مكونة من 5 دول في شرق آسيا تتكون من 1068 شركة مع تركيز بشكل خاص على فترات الأزمات الأسيوية وأزمة الإئتمان الأخيرة وذلك خلال الفترة (1994-2009)، تهدف الدراسة إلى معرفة تأثير المرونة المالية على الإستثمار وأداء الشركات بالإعتماد على إختبار الدلالات الإحصائية وإستخدام مؤشرات (الممتلكات النقدية، الرافعة المالية) تخص المرونة المالية كمتغير مستقل و(نسبة تغطية الفائدة، هامش التشغيل) تخص أداء الشركة كمتغير تابع مع الإستثمار.

توصلت الدراسة إلى وجود دلالة إحصائية بين المرونة المالية وأداء الشركة بحيث أثبت النقد والرافعة المالية فائدتهما في شرح ذلك وتبين أن للمرونة المالية القدرة على أخذ فرص الإستثمار قبل الأزمة وتمويل النفقات الإستثمارية خلال الأزمة وتبين أن الشركات المرنة مالياً تستثمر أكثر من الشركات الأقل مرونة، فالرافعة المالية هي المحرك الأساسي لسلوك الإستثمار خلال فترات الأزمات وتبين النتائج أنه من المرجح أن يتم الإحتفاظ بالنقد كشكل من أشكال التأمين ضد الضائقة المالية والإفلاس، وفي الأخير بينت الدراسة أن المرونة المالية لا تؤدي إلى زيادة الإنفاق الإستثماري وإنخفاض حساسية التدفق النقدي للإستثمار فحسب بل تؤدي أيضاً إلى تحسين أداء الشركات².

13. فاطمة جاسم محمد، بان توفيق نجم (2009):

¹ Mohmoudou Bocar Sall, "Flexibility Financiere Des Societes Conjointes Au Senegal", La Revue Des Sciences De Gestion, 2013, N01.

² Owgur Arslan-Ayaydin, Chris Florackis, Aydin Ozkan, "Financial Flexibility Corporate Investment and Performance", Springer Science + Business, 2012.

مقال منشور في مجلة الإقتصادي الخليجي، العدد16، تحت عنوان "أثر الملكية في المرونة المالية للمصارف"، تمت الدراسة على نوعين من المصارف كعينة بحث هما مصرف الشرق الأوسط العراقي للإستثمار ومصرف الإستثمار السعودي خلال الفترة (2000-2002)، تهدف الدراسة إلى معرفة العلاقة بين المرونة المالية وكل من الربحية والسيولة والإئتمان بالإعتماد على تحليل Panl Data للإنحدار المتعدد فتم إستخدام (الربحية، السيولة) كمؤشرات تحخص المرونة المالية كمتغير تابع و(معدل حقوق الملكية) يخص الملكية كمتغير مستقل.

توصلت الدراسة إلى أن مستوى المرونة المالية بشكل عام كان متدنياً في المصاريف العراقية وأن هناك علاقة عكسية بين الربحية و المرونة المالية أدت إلى علاقة عكسية أيضاً مع الملكية، بعكس المصرف السعودي الذي توفرت لديه الإحتياجات لمواجهة الظروف المتقلبة بمعنى توفر المرونة المالية ومن حيث السيولة أيضاً المصرف السعودي يتحكم فيها ويديرها بما يؤدي به إلى مواجهة كل الصعوبات في حين أن المصرف العراقي يستثمر تلك السيولة في مجالات الإستثمار وتقتصر في حالات الخزينة وهذا ما يؤكد العلاقة الطردية بين السيولة والمرونة المالية¹.

المطلب الثاني: المقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

تم تنظيم كل الدراسات السابقة المعروضة في المطلب الأول وإعادة تلخيصها من حيث الهدف والمتغيرات والأدوات المستخدمة والنتائج المتوصل إليها وتقديمها في الجدول المرفق ضمن الملحق رقم (01)، وهذا من أجل رصد أهم المتغيرات التي تم الاعتماد عليها من ناحية، ومن أجل المقارنة بينها وبين الدراسة الحالية والاستعانة بها في تفسير نتائج الدراسة التطبيقية من ناحية أخرى.

الفرع الثاني: المقارنة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

سيتم في هذا الفرع تحديد موقع هذه الدراسة وما يميزها عن الدراسات السابقة.

أولاً: من حيث الهدف والأدوات المستخدمة

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر المرونة المالية على قيمة الشركات، بحيث نجد أغلب الدراسات السابقة إعتمدت على دراسة دور المرونة المالية في الرفع من قدرة الشركة على الإستثمار، دورها في سيولة الشركات وإدارة التمويل، تأثيرها على أداء الشركات خلال أزمة Covid19، أثرها في فجوة النمو المستديم، كما نجد أيضاً تأثيرها على السلوك المالي، لكن جميع هذه الدراسات أجمعت على ضرورة وجود المرونة المالية في الشركات الإقتصادية ودورها في الحماية من خطر الإفلاس والمساعدة على تحديد القرارات المالية، فنجد أن الدراسات السابقة إستخدمت تقنيات مختلفة لتحليل أثر المرونة المالية نذكر منها: أسلوب الحذف التراجعي، إختبار التحليل الإحصائي، إختبار الدلالات الإحصائية، نموذج المعادلات الآنية وطريقة المربعات الصغرى...، وكانت موزعة في أسواق مالية مختلفة (العراق، الرياض، تايوان، طهران، شنغهاي...)، أما في هذه الدراسة تم إستخدام نماذج السلاسل الزمنية والمقطعية (بانل) لنمذجة العلاقة بين مؤشرات المرونة المالية والقيمة السوقية للأسهم بإستخدام برنامج Excel لحساب متغيرات الدراسة وبرنامج Eviews9

¹ فاطمة جاسم محمد، بان توفيق نجم، "أثر الملكية في المرونة المالية للمصارف"، مجلة الإقتصادي الخليجي، 2009، العدد16.

لتقدير النموذج المناسب للدراسة، التي اعتمدت على الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020) وهذا من أجل مناقشة إشكالية الدراسة.

من خلال تحليل الدراسات السابقة تبين أن دراسة "فداء موسى محمد أبو راشد" هي الأقرب لهذه الدراسة من حيث المتغيرات المستقلة، إلا أنها تختلف في عينة الدراسة، التي شملت دول مجلس التعاون الخليجي في الفترة (2014-2020) أي لمدة 5 سنوات، إلا أن دراستنا كانت في سوق عمان بعينة 11 شركة من القطاع الصناعي في الفترة (2014-2020) أي مدة 7 سنوات. ركزت الدراسة الحالية على قيمة الشركة من خلال التغير في قيمة أسهمها، وذلك نظراً لأهمية مؤشر القيمة، خاصة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث تعد أسعار الأسهم بكل المحتوى المعلوماتي الذي تتضمنه بمثابة النتيجة التي ينعكس من خلالها الأداء وتظهر عبرها منفعة القرارات المالية في الشركة.

ثانياً: من حيث النتائج المتوصل إليها

بعد إجراء الدراسة التطبيقية وجد أن الدراسة الحالية تتوافق مع الدراسات السابقة في مناقشة مدى تأثير مؤشرات المرونة المالية على القيمة السوقية للأسهم كما أملت كل الدراسات السابقة بالإضافة إلى دراستنا على أهمية وضرورة توفر المرونة المالية في الشركات لتصدي لمختلف الإحتياجات الطارئة وخطر الإفلاس وتوجيه السيولة نحو فرص استثمارية مثلى لتحقيق ميزة تنافسية تنعكس في تطور الشركات وإستمراريتها والقدرة على إتخاذ القرارات المالية في أصعب الأوقات. تختلف الدراسة الحالية عن بقية الدراسات - كما أشرنا سابقاً- في زمان ومكان الدراسة بالإضافة إلى متغيراتها المتمثلة في: التدفق النقدي، السيولة، الرافعة المالية، توزيعات الأرباح كمتغيرات مستقلة والقيمة السوقية للأسهم كمتغير تابع، وبالتالي توصلت الدراسة إلى وجود تأثير لمؤشرات المرونة المالية على قيمة الشركات المدرجة ببورصة عمان خلال الفترة المدروسة.

خلاصة الفصل الأول:

في هذا الفصل تم تناول الإطار النظري والمفاهيمي للمرونة المالية وتأثير القرارات المالية على قيمة الشركة، فتم التطرق في البحث الأول إلى تطور مفهوم المرونة المالية ومصادرها وأدوات قياسها في حين تم التطرق في البحث الثاني إلى مفاهيم أساسية حول القرارات المالية وتأثيرها على قيمة الشركة وفي الأخير تم تخصيص البحث الثالث لمعالجة الدراسات السابقة باللغتين العربية والأجنبية التي لها تأثير مباشر وغير مباشر بالمرونة المالية ومعرفة الفرق بين هذه الدراسات مع عرض الأهداف والنتائج التي أدت إليها كل دراسة.

الفصل الثاني: تأثير مؤشرات المرونة المالية
على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان

تمهيد:

بعد تناولنا في الفصل الأول للمفاهيم الأساسية المتعلقة بالمرونة المالية ومستوياتها وأدوات قياسها وكذا الدراسات السابقة للموضوع، سنخصص هذا الفصل لدراسة التطبيقية لإسقاط الجانب النظري على لجانب التطبيقي للدراسة فتناولنا في هذا الفصل كل من مجتمع وعينة الدراسة وذلك من خلال دراسة العلاقة بين المتغير المستقل (المرونة المالية: التدفق النقدي، السيولة، الرافعة المالية، توزيعات الأرباح) مع المتغير التابع (قيمة الشركة) لمجموعة من الشركات المدرجة في بورصة عمان، ولإختبار مدى صحة فرضيات الدراسة سنقوم بتقسيم فصل الدراسة التطبيقية إلى المبحثين التاليين:

✓ **المبحث الأول:** الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.

✓ **المبحث الثاني:** عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

يمثل هذا المبحث بالنسبة للدراسة جزءاً أساسياً لمعرفة العلاقة بين المتغيرات ومدى تأثيرها ببعضها البعض من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، بحيث يشمل على الطريقة المعتمد عليها في الدراسة من خلال المطلب الأول وتحديد الأدوات المستخدمة في جمع بيانات الدراسة ومعالجتها من خلال المطلب الثاني.

المطلب الأول: الطريقة المعتمد عليها في الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التعريف بمجتمع وعينة الدراسة بالإضافة إلى متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

أولاً: مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع هذه الدراسة في بورصة عمان بالمملكة الأردنية الهاشمية، بلغ عدد الشركات المدرجة 173 شركة في نهاية سنة 2021 موزعة على 3 قطاعات متمثلة في: القطاع المالي، قطاع الخدمات، قطاع الصناعة.

• نشأة بورصة عمان:

تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص وكجهة وحيدة ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية. وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة وتعتبر هذه الشركة الأساس القانوني العام والواقعي لبورصة عمان وتدار من قبل مجلس الوزراء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. تقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات، كما قامت بوضع معايير لسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العام والسليم كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت¹.

• أهداف البورصة: تهدف بورصة عمان إلى:

- ✓ خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة وتطوير عمليات وأساليب الأوراق المالية في البورصة.
- ✓ تطبيق أحدث المعايير العالمية ونشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين المهتمين.
- ✓ زيادة وعي فئات المتعاملين بالأوراق المالية وتوفير الشفافية والمصداقية في تعاملات البورصة.
- ✓ ممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمستقات وتشغيلها وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها.
- ✓ توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوي للعرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس لتداول السليم والواضح والعاقل.

¹ <http://www.ase.com.jo/ar>.

ثانياً: عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في 11 شركة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية تنشط في القطاع الصناعي خلال الفترة (2014-2020) وقد تم إختيارها بناءً على:

✓ توفير المعلومات المالية لشركات المدرجة المختارة على الموقع الإلكتروني لبورصة عمان خلال الفترة المدروسة بصيغة PDF.

✓ الإبتعاد الكلي عن البنوك والقطاعات الأخرى وتم التركيز على القطاع الصناعي.

الجدول رقم 1 شركات عينة الدراسة

القطاع	الرمز	الشركة
الأدوية والصناعات الطبية	141012	شركة دار الدواء لتنمية والإستثمار
الأدوية والصناعات الطبية	141210	شركة الحياة لصناعات الدوائية
الصناعات الكيماوية	141209	الشركة العربية لصناعة المبيدات والأدوية البطرية
الأغذية والمشروبات	141141	شركة مصانع الزيوت النباتية الأردنية
الصناعات الهندسية والإنشائية	141214	شركة أساس لصناعات الخرسانية
الأغذية والمشروبات	141222	شركة سنيرة لصناعات الغذائية
الصناعات الإستخراجية والتعديلية	141043	شركة البوتاس العربية
الأدوية والصناعات الطبية	141219	شركة فيلادلفيا لصناعة الأدوية
الصناعات الإستخراجية والتعديلية	141006	الشركة العربية لصناعة الألمنيوم -أرال-
الصناعات الإستخراجية والتعديلية	141018	شركة مناجم الفوسفات الأردنية
الصناعات الإستخراجية والتعديلية	141091	الشركة الوطنية لصناعة الألمنيوم

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على المعطيات المتوفرة على الموقع الإلكتروني للسوق المالي بعمان.

الفرع الثاني: تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسهاأولاً: تحديد متغيرات الدراسة

- 1. المتغير التابع:** يتمثل المتغير التابع للدراسة الحالية في قيمة الشركة حيث تم قياسه بالتغير السنوي لمتوسط السعر السوقي خلال السنة، بأخذ سعر الإغلاق لأسهم شركات عينة الدراسة لمدة سبعة سنوات.
- 2. المتغير المستقل:** يتمثل في المرونة المالية حيث تم الإعتماد على 5متغيرات لها علاقة بالمرونة المالية وهي (نسبة التدفق النقدي، نسبي السيولة، نسبة الرافعة المالية، نسبة توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للأسهم).

ثانياً: تحديد كيفية حساب متغيرات الدراسة

يوضح الجدول التالي المتغيرات المتعلقة بالدراسة وكيفية حسابها:

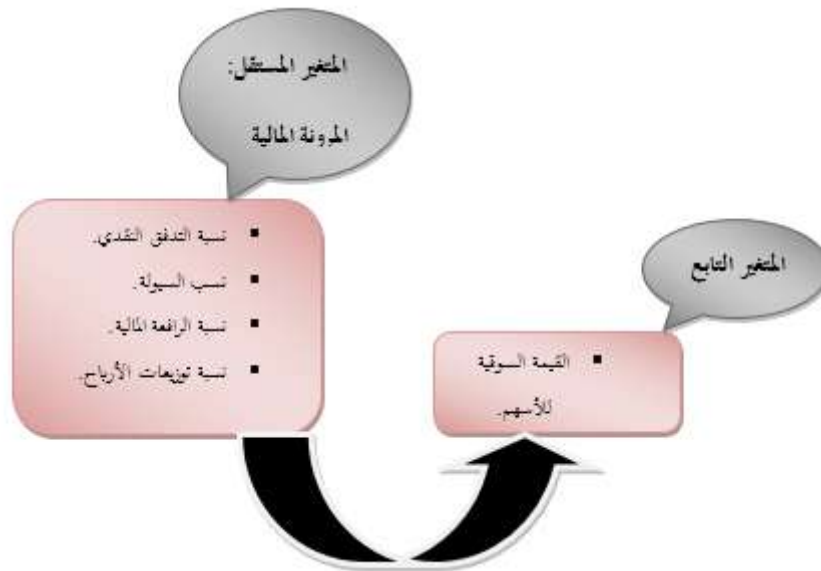
الجدول رقم 2 طريقة حساب المتغيرات المعتمدة في الدراسة

الرمز المعبر عنها	كيفية حسابها	المتغيرات
MVS	معبر عنها بالتغير في متوسط أسعار الإغلاق	القيمة السوقية للأسهم
NCF	التدفق النقدي التشغيلي / إجمالي الأصول	نسبة التدفق النقدي
RLA	الأصول المتداولة / إجمالي الأصول	نسبة سيولة الأصول
CR	الأصول متداولة / الخصوم المتداولة	نسبة التداول
LE	معدل المديونية / نسبة الملكية	نسبة الرافعة المالية
RD	توزيعات الأرباح للسهم الواحد / القيمة السوقية للسهم	نسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الأدبيات النظرية المبينة في الفصل الأول.

*نموذج الدراسة:

الشكل رقم 4 نموذج متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة.

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

يشمل هذا المطلب على التعريف ببيانات السلاسل الزمنية المقطعية والتي يرمز لها بكلمة "بانل" وإيجابيات هذا النموذج وتأخذ بياناته ثلاثة أشكال رئيسية مستخدمة في التقدير.

1. تعريف بيانات بانل:

نعني بمصطلح بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو معطيات بانل مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الأفراد في عدة فترات من الزمن، بحيث أنها تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت، فالنسبة للبيانات المقطعية فهي تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة، لذلك يمكن القول بأن معطياته تتمتع ببعدين أحدهما زمني والآخر فردي يعطي نتائج أكثر دقة هذا ما جعل دراستها الميدانية أكثر فعالية ونشاط في الإقتصاد القياسي¹.

2. إيجابيات نموذج بانل: يتفوق تحليل بانل عن تحليل بيانات السلاسل الزمنية بمفردها وبيانات المقطعية لوحدها

فقط بالعديد من الإيجابيات نذكر منها ما يلي:

- التحكم في التباين الفردي الذي يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية والذي يفضي إلى نتائج متحيزة.
- لبيانات بانل محتوى معلوماتي أكثر من البيانات المقطعية أو الزمنية للحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى ولها أكبر عدد من درجات الحرية وأقل مشاكل إرتباط مشترك بين المتغيرات مقارنة مع بيانات السلاسل الزمنية.
- إمكانية إجراء دراسة ديناميكية التعديل التي قد تخفيها البيانات المقطعية.
- تساهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة والتي تقود عادةً إلى نتائج متحيزة في إحدارات المفردة.
- تدرس نماذج بانل مشاكل يستحيل دراستها باستخدام البيانات العرضية أو السلاسل الزمنية ويخفف من مشكلة التعدد الخطي².

¹ بدرابي شهباز، تأثير أنظمة الصرف على النمو الإقتصادي في الدول النامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، علوم الإقتصاد النقدي والمالي، جامعة أبي بكر بالقايد، تلمسان، 2015، ص 201-213.

² فاطمة بن شنة، إدارة المخاطر الإئتمانية ودورها في تقييم ربحية البنوك التجارية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، 2017، ص 85.

3. الأشكال الأساسية لتحليل بيانات بانل:

- **نموذج الإندثار التجميعي:** يعتبر أبسط النماذج المقطعية عبر الزمن بحيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية ويهمل تأثير الزمن، يفترض تجانس تباين حدود الخطأ العشوائي بين الحالات التي يتم دراستها بالإضافة إلى القيمة المتوقعة لحد الخطأ العشوائي يجب أن تساوي الصفر، ويكون بالصيغة التالية:

$$Y_{it} = \beta_0 + \epsilon_{j=1}^k \beta_j X_j(it) + \epsilon_{it}$$

$$i=1.2....N$$

$$t=1.2.....T$$

$$\text{Var}(\epsilon_{it}) = \sigma^2 \epsilon \text{ و } E(\epsilon_{it}) = 0 \text{ *بحيث}$$

- **نموذج الأثار الثابتة:** يهدف إلى معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدى فيتم التعامل مع الأثار المقطعية أو الزمنية ويسمح بوجود قواطع تتفاوت من مجموعة إلى أخرى، ولتقدير هذه القواطع أو الثوابت نستخدم متغيرات صورية بعدد (n-1) لتمثيل المجموعات المقطعية والعدد (t-1) لتمثيل السنوات فتم إفتراض أن المعلومات تتغير بأسلوب ثابت وعلى هذا الأساس تمت تسميتها بنماذج التأثيرات الثابتة، والممثل بالصيغة التالية:

$$Y_{it} = \beta_0(i) + \epsilon_{j=1}^k \beta_j X_j(it) + \epsilon_{it}$$

$$i=1.2.....N$$

$$t=1.2.....T$$

- **نموذج الأثار العشوائية:** يتعامل هذا النموذج مع الأثار المقطعية والزمنية على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، ويقوم هذا الإفتراض على أن الأثار المقطعية والزمنية هي متغيرات وهمية عشوائية مستقلة بوسط يساوي الصفر وتباين محدد وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي لنموذج، ويقوم على إفتراض أساسي: وهو "عدم إرتباط الأثار العشوائية مع متغيرات النموذج التفسيرية"¹، فيكون حد الخطأ ϵ_{it} ذو توزيع طبيعي مقداره صفر وتباينه مساوي إلى $\sigma^2 \epsilon$ بالصيغة التالية:

$$Y_{it} = u + \epsilon_{j=1}^k B_j X_j(it) + \epsilon_{it}$$

$$i=1.2.....N$$

$$t=1.2....T$$

¹ فاطمة بن شنة، مرجع سبق ذكره، ص86.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

بعد التطرق في المبحث السابق لطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة سنتناول في هذا المبحث إلى عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها وتحليلها إحصائياً في المطلب الأول، ومناقشة وتفسير النتائج المتوصل إليها في المطلب الثاني.

المطلب الأول: عرض وتحليل نتائج الدراسة :

سيتم في هذا المطلب عرض أهم نتائج الدراسة ومن ثم تحليلها

الفرع الأول: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: سيتم من خلال هذا الفرع عرض للمقاييس الإحصائية الوصفية على متغيرات الدراسة لتحديد مدى تباعد البيانات الموجودة في الملاحق عن بعضها البعض وذلك من خلال برنامج Excel، والجدول التالي يلخص أهم النتائج الخاصة بدراسة الوصفية كما يلي:

الجدول رقم 3 نتائج الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

MVS	RD	LE	CR	LA	CF	متغيرات الدراسة
2.649094	3.305857	0.499282	2.835078	0.559925	0.383716	Mean
0.999416	3.365000	0.330761	2.484000	0.577129	0.165938	Median
20.00182	10.69500	3.083633	8.131000	0.838078	1.816215	Maximum
-0.870212	0.000000	0.101564	0.359000	0.149923	-0.106965	Minimum
5.163070	2.939947	0.493381	1.773461	0.179878	0.452792	Std.Dev
194.8994637	88.93146316	98.8181028	62.55422249	32.12537393	118.0018555	CV

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج Excel وEviews9.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن متوسط القيمة السوقية للأسهم كمتغير تابع بلغ متوسطها الحسابي 2.649094 بإحرف معياري قدر ب5.163070، أما بالنسبة لنسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية فقد بلغ المتوسط الحسابي ب3.305857 بإحرف معياري قدر ب2.939947، أما عن نسبة الرافعة المالية فقد بلغ متوسطها الحسابي ب0.499282 بإحرف معياري قدر ب0.493381، أما فيما يخص نسبة التداول فقد بلغ متوسطها ب2.835078 بإحرف معياري قدر ب1.773461، أما بالنسبة لنسبة سيولة الأصول فقد بلغ متوسطها الحسابي ب0.559925 بإحرف معياري قدر ب0.179878، وأخيراً نسبة التدفق النقدي بلغ متوسطها الحسابي ب0.383716 بإحرف معياري قدر ب0.452792 كمتغيرات مستقلة تابعة للمرونة المالية.

• مصفوفة الارتباط الخطي:

الجدول رقم 4 مصفوفة الارتباط بين المؤشرات

Covariance Analysis: Ordinary						
Date: 04/04/22 Time: 18:23						
Sample: 2014 2020						
Included observations: 77						
Correlation						
MVS	RD	CR	RLA	LE	NCF	Probability NCF
					1.000000	

				1.000000	-0.384102	LE
				-----	0.0006	
			1.000000	-0.311836	0.157361	RIA
			-----	0.0058	0.1717	
		1.000000	0.463048	-0.556461	0.659887	CR
		-----	0.0000	0.0000	0.0000	
	1.000000	0.541394	0.267318	-0.371086	0.466017	RD
	-----	0.0000	0.0188	0.0009	0.0000	
1.000000	0.250674	0.494860	-0.184089	-0.223962	0.412300	MVS
-----	0.0279	0.0000	0.1090	0.0502	0.0002	

المصدر: من إعداد الطالبة إعتدماً على مخرجات برنامج Eviews9.

من خلال الدلالات الإحصائية المبينة أعلاه نجد أن القيمة السوقية للأسهم MVS ترتبط خطياً ولها معنوية إحصائية لمعامل الارتباط مع كل من نسبة التدفق النقدي NCF ونسبة الرافعة المالية LE ومع نسبة التداول CR ونسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية RD ولا يرتبط خطياً مع نسبة سيولة الأصول RLA بحيث يرجع سبب ذلك بأنه يرتبط بعلاقة طردية مع نسبة التدفق النقدي NCF ونسبة التداول CR ومع نسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية RD بالنسب التالية على التوالي: 41%، 49%، 25%، ويرتبط عكسياً مع نسبة الرافعة المالية LE بنسبة 22%، بينما لا يوجد دلالة إحصائية للارتباط مع نسبة سيولة الأصول RLA.

• نتائج تقديرات نماذج بانل لدراسة أثر المرونة المالية على قيمة الشركات: من أجل تحديد مدى قدرة مؤشرات المرونة المالية المتمثلة في (CF، LA ، CR ، LE ، RD) على تفسير القيمة السوقية للأسهم من خلال تحليل نموذج الإنحدار بتقدير النماذج القياسية (النموذج التجميعي، النموذج الثابت، النموذج العشوائي) بالإعتماد على برنامج Eviews9 والنتائج ملخصة في الجدول التالي:

الجدول رقم 5 نتائج تقدير نماذج بانل باستخدام مؤشر MVS

المتغيرات	النموذج التجميعي	النموذج الثابت	النموذج العشوائي
C	4.646642	5.211937	5.709805
CF	0.212593	0.640507	0.927537
LA	-14.92508	-1.207133	-2.904477
CR	2.177749	-0.447903	-0.341090
LE	0.344634	-1.245922	-1.261153
RD	-0.020677	-0.072842	-0.058576
R ²	0,463255	0,962281	0,115356

المصدر: من إعداد الطالبة إعتماًداً على مخرجات برنامج Eviews9.

أولاً: إختبار وجود آثار فردية ثابتة

نقصد بذلك المفاضلة بين النموذج التجميعي مع نموذج الآثار الفردية الثابتة، أي معرفة فيما إذا كانت الشركات تسلك سلوكاً موحداً (هناك تجانس) فيما يخص الحد الثابت أم أن لكل شركة سلوكها الخاص، وللقيام بهذه المفاضلة تم استخدام الاختبار الذي يوفره برنامج Eviews9 وهو اختبار Redundant Fixed Effects Tests، وتعطى فرضيات هذا الاختبار كالتالي:

H₀: نقبل نموذج التجميعي

H₁: نقبل نموذج التأثيرات الفردية الثابتة

الجدول رقم 6 نتائج اختبار **Redundant Fixed Effects** باستخدام مؤشر **MVS**

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Prob.	d.f.	Statistic	Effects Test
0.0000	(10,61)	80.703841	Cross-section F
0.0000	10	204.46288	Cross-section Chi-square
		2	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال الجدول (06) نلاحظ أن احتمالية الاختبار أقل من 0,05 ، مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية وجود آثار فردية ثابتة، أي أن النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية الثابتة مقارنة مع النموذج التجميعي.

ثانياً: اختبار وجود آثار فردية عشوائية

يعتبر اختبار Breusch-Pagan الإختبار الأول في أسلوب البيانات المقطعية، ويهدف إلى الاختيار ما بين كل من النموذج التجميعي مع نموذج الآثار الفردية العشوائية من خلال اختبار فرضياته، فإذا كانت LM عند مستوى معنوية أقل من 0,05 فإننا نرفض الفرضية الصفرية H_0 (نموذج الانحدار التجميعي) ونقبل الفرضية البديلة H_1 (نموذج التأثيرات الفردية العشوائية).

تعطى فرضيات اختبار LM كالتالي:

H_0 : نقبل النموذج التجميعي

H_1 : نقبل نموذج التأثيرات العشوائية

الجدول رقم 7 نتائج اختبار **Breusch-Pagan** باستخدام مؤشر **MVS**

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided			
(all others) alternatives			
Test Hypothesis			
Both	Time	Cross-section	
101.4081	1.095130	100.3129	Breusch-Pagan
(0.0000)	(0.2953)	(0.0000)	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

نلاحظ من خلال الجدول (07) أن من ($\text{Prob. value} = 0.0000 < 0,05$) ومنه احتمالية اختبار Breusch-Pagan أقل من 0,05، مما يعني رفض الفرضية الصفرية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 وجود الآثار الفردية العشوائية، أي أن النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية العشوائية مقارنة مع النموذج التجميعي.

بعد القيام بهذين الاختبارين (Breusch-Pagan , Redundant Fixed Effects) تبين أن النموذج الذي يحتوي على آثار فردية عشوائية أو ثابتة أفضل من النموذج التجميعي، وعليه سنقوم بإجراء المفاضلة بين كل من نموذج الآثار الفردية الثابتة والآثار الفردية العشوائية عن طريق اختبار Hausman.

ثالثاً: اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة

يعتبر اختبار Hausman (1978) واحد من أهم اختبارات تخصيص الآثار الفردية هل هي ثابتة أو عشوائية؟، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكن مقدرتا التأثيرات العشوائية هي الأكثر كفاءة، بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط، فإن مقدرتا التأثيرات الثابتة هي فقط تكون متسقة وأكثر كفاءة.

كما تعطى فرضيات Hausman test كالتالي:

H_0 : نقبل نموذج التأثيرات العشوائية

H_1 : نقبل نموذج التأثيرات الثابتة

الجدول رقم 8 نتائج اختبار Hausman باستخدام مؤشر MVS

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
0.0292	5	12.44332 5	Cross-section random

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9

أشارت نتائج اختبار Hausman الذي يتبع "توزيع كاي مربع" 3 درجات إلى 12.443325 و بإحتمال 0.0292، أي:

0,05 < Prob. value =0,0000 يعني رفض فرضية الصفرية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 ، إذن النموذج الأحسن هو نموذج التأثيرات الثابتة Fixed effects model ونرفض نموذج الآثار الفردية العشوائية فهو الأكثر ملائمةً لدراسة أثر مؤشرات المرونة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان بمعنى أن هناك متغيرات أخرى ثابتة عبر الزمن مختلفة بين الشركات تؤثر في القيمة السوقية للأسهم MVS كمتغير تابع، حيث يتبين أن أسلوب تحليل (Fixed effect) هو أكثر معنوية وكفاءة في تقدير بيانات الدراسة عن أساليب التحليل الأخرى داخل نموذج البيانات المقطعية. وعليه نقوم بتقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة فنتحصل على ما يلي:

الجدول رقم 9 نتائج تقدير معالم نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ MVS

Dependent Variable: MVS				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/07/22 Time: 02:36				
Sample: 2014 2020				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 11				
Total panel (balanced) observations: 77				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0131	2.556182	2.038954	5.211937	C
0.3739	0.895689	0.715099	0.640507	CF
0.7449	-0.326804	3.693752	-1.207133	LA
0.0228	-2.335968	0.191742	-0.447903	CR
0.0128	-2.565074	0.485725	-1.245922	LE
0.2509	-1.159149	0.062841	-0.072842	RD
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
2.649094	Mean dependent var	0.962281	R-squared	
5.163070	S.D. dependent var	0.953006	Adjusted R-squared	
3.245858	Akaike info criterion	1.119256	S.E. of regression	
3.732882	Schwarz criterion	76.41675	Sum squared resid	
3.440663	Hannan-Quinn criter.	-108.9655	Log likelihood	
1.025944	Durbin-Watson stat	103.7484	F-statistic	
		0.000000	Prob(F-statistic)	

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال نتائج الجدول رقم (09) يتبين أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة (التدفق النقدي CF، سيولة الأصول LA، الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية RD) والمتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية للأسهم ليست لها دلالة احصائية عند مستوى معنوية 05%، في حين أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة الأخرى (نسبة التداول CR، الرافعة المالية LE) والقيمة السوقية للأسهم

لها دلالة احصائية عند مستوى معنوية 05%، كما أن المعنوية الكلية للنموذج جيدة من خلال معامل التحديد ($R^2=0,962281$)، والذي تدعمه القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر $\text{Prob}(F\text{-statistic})=0,00$.

الجدول رقم 10 نتائج تقدير التأثيرات الفردية الثابتة على المتغير التابع MVS لكل شركة

العدد	الشركات .	Effect
1	دار الدواء لتنمية والإستثمار	-1.059653
2	الحياة لصناعات الدوائية	-1.223626
3	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	-0.956891
4	مصانع الزيوت النباتية الأردنية	-1.467435
5	أساس لصناعات الخرسانية	-4.610737
6	سنيورة لصناعات الغذائية	-0.106728
7	البوتاس العربية	16.00085
8	فلادلفيا لصناعات الغذائية	-0.235833
9	العربية لصناعة الألمنيوم-أرال-	-1.843569
10	مناجم الفوسفات الأردنية	-0.654502
11	الوطنية لصناعة الألمنيوم	-3.841880

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة باستخدام برنامج Eviews9

الفرع الثاني: تحليل نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات الفردية الثابتة

من خلال تحليل نتائج الجدول (09) وقيم احتمال معاملات المتغيرات المفسرة، حيث يمكن أن نلاحظ ما يلي:

- بالنسبة للعلاقة بين نسبة كل من المتغيرات صافي التدفق النقدي التي قدرت ب(37.39) وسيولة الأصول ب(74.49) وكذا الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية ب(25.09)، والقيمة السوقية ليس لها معنوية إحصائية في النموذج المدروس.
- بالنسبة للعلاقة بين نسبة التداول والقيمة السوقية لها معنوية إحصائية، حيث يكون لنسبة التداول تأثير سلبي على القيمة للأسهم، أي كلما ترتفع نسبة التداول بوحدة واحدة تنخفض القيمة السوقية للأسهم بـ 0.447903 وحدة.
- بالنسبة للعلاقة بين نسبة الرافعة المالية والقيمة السوقية لها معنوية إحصائية، حيث يكون للرفع المالي تأثير سلبي على القيمة السوقية للأسهم، أي كلما تزيد نسبة الرافعة المالية بوحدة واحدة تنخفض القيمة السوقية للأسهم بـ 1.245922 وحدة.
- معامل التحديد يقدر بـ 96,22 بالمائة، أي أن 96,22% من المتغيرات التي تحدث في المتغير التابع MVS ناتجة عن تغير المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج وهي نسبة جيدة ومقبولة.

يبين الأثر الفردي الثابت لكل الشركات أن عشرة شركات منها كان لها أثر سالب على القيمة السوقية للأسهم، وبالنسبة لأكبر أثر فردي سالب فقد حققت (الوطنية لصناعة الألبان) أعلى قيمة تقدر بـ 3.841880-، أما بالنسبة (لشركة البوتاس العربية) فقد حققت قيمة موجبة تقدر بـ 16.00085.

المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها ومناقشتها

بعد الحصول على النتائج الإحصائية من خلال برنامج Eviews9 التي أظهرت مدى تأثير مؤشرات المرونة المالية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2014-2020)، لذلك سنحاول تحليل ومناقشة النتائج المتوصل إليها سابقاً.

من أجل تحقيق هدف الدراسة استخدمنا أسلوب التحليل المقطعي (بانل) الذي يعتمد على الثلاث نماذج المذكورة سابقاً، بحيث يمكن تحليل نتائج الدراسة الإحصائية كما يلي:

الفرع الأول: إختبارات التفضيل بين النماذج الثلاثة المقدره للعلاقة

بهدف المفاضلة بين النماذج تم الإعتماد على نموذج LM ونموذج Hausman وفي ظل ذلك يمكن تحليل نتائج

الدراسة:

- من خلال الجدول رقم (09) يظهر أن القيم الإحتمالية لإختبار LM كانت معدومة وأقل من مستوى المعنوية 0.05 المفروض، وبالتالي نرفض الفرضية العدمية مما يعني أن نموذج الإنحدار التجميعي غير ملائم لدراستنا هذه، وهذا يدل على وجود آثار خاصة بكل شركة يميزها عن باقي الشركات الأخرى، وعليه وجب الإستعانة بإختبار Hausman للأختبار بين نموذج الآثار الثابتة من جهة ونموذج الآثار العشوائية من جهة أخرى.

- من خلال الجدول رقم (08) يظهر أن القيم الإحتمالية لإختبار Hausman قدرت بـ 0.0292 وهي أقل من 0.05 المفروضة وبالتالي نرفض الفرضية العدمية مما يعني أن نموذج الآثار العشوائية غير ملائم لهذه الدراسة ونقبل الفرضية البديلة أي أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم لهذه الدراسة.

- نستنتج فيما سبق أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والقيمة السوقية للأسهم لشركات المدرجة في بورصة عمان وهذا راجع إلى وجود خصائص ومميزات مشتركة للعينة المدروسة وتجانسها.

الفرع الثاني: مناقشة الفرضيات

بالعودة إلى الفرضيات التي انطلق منها هذا البحث والتي تتمثل في:

- **الفرضية الأولى:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر التدفق النقدي الذي يعبر عن المرونة والقيمة السوقية للشركة، ويرجع سبب ذلك لأهمية التدفق النقدي لإستمرار حياة الشركات لأنه يمول إستثماراتها ويحدد لها فرص النمو المستقبلية التي ستقابلها.

- **الفرضية الثانية:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مؤشرات السيولة التي تعبر عن المرونة المالية والقيمة السوقية للشركة، لأن السيولة أو الموجودات النقدية هي السبيل الأول لزيادة التدفقات النقدية والمساعدة على إتخاذ القرارات ومواجهة الإلتزامات والصدمات السلبية الطارئة.
 - **الفرضية الثالثة:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية التي تعبر عن المرونة المالية وقيمة الشركة، من خلال قدرة الشركات على الاقتراض وعلى إستثمار الأموال المقترضة والتحكم في المخاطر الناتجة عنها وإدارتها بشكل جيد للإستفادة من آثار الرفع المالي الايجابية.
 - **الفرضية الرابعة:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للأسهم وقيمة الشركة، وذلك راجع لإهتمام المساهمين بمكافأة رأس المال وبتناسبها مع رأسمالهم.
- يمكن القول أن نموذج الدراسة أثبت العلاقة بين مؤشرات المرونة المالية المذكورة سابقاً وقيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة المدروسة (من خلال تمتع النموذج ككل بمعنوية مقبولة) بحيث تبين ما يلي:
- وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرافعة المالية مع القيمة السوقية للأسهم **MVS** وقد يرجع سبب ذلك إلى تخوف المساهمين من زيادة الخطر المالي المتمثل في خطر الديون والتحفظ في إستخدام الرفع المالي في التمويل وذلك لتفادي الوقوع في أزمة تسديد الديون المالية (التعثر المالي) وهذا ما توافقت معه الدراسة الحالية مع دراسة أرشد فؤاد مجيد إبراهيم وإسراء أمين عبد الستار.
 - وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الأصول مع القيمة السوقية للأسهم **MVS** فمن وجهة نظر المساهمين فإن الإحتفاض بفائض النقد قد يترتب عنه مشاكل الوكالة بالإضافة إلى عدم إستخدامه في إستثمارات تعود بالقيمة الإيجابية للشركات، أو أن يتم توزيعه نقداً على المساهمين، ولذلك فإن بعض الشركات تحافظ على قيمتها السوقية من خلال الإحتفاظ بالأرصدة النقدية منخفضة والحفاظ على قدرة الدين غير مستخدمة والمحافظة على توزيعات الأرباح مستقرة وهذا ما تناسب مع نفس الدراسة السابقة دراسة أرشد فؤاد مجيد إبراهيم وإسراء أمين عبد الستار.
 - عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التدفق النقدي ونسبة التداول ونسبة الأرباح الموزعة إلى القيمة السوقية مع القيمة السوقية للأسهم **MVS** لأن القيمة الإحصائية $prob$ للمتغيرات الثلاثة السابقة كانت أكبر من 0.05% ويرجع سبب ذلك إلى عدم إهتمام المساهمين بهذه المعلومات وتجاهلها لذا أصبحت هذه المعلومات ثانوية وهذا ما يعكس عدم تفسيرها للقيمة السوقية للأسهم وهذا ما يتوافق مع دراسة فداء موسى محمد أبو راشد ويختلف عن دراسة أسماء بالعلمي التي وجدت أن للتدفق النقدي وتوزيعات الأرباح دلالة إحصائية على قدرة المؤسسة على الإستثمار، حيث يبقى عدم تأثير نسبة توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للأسهم (التناسب بين العائد والقيمة) غير مفهوم في مثل هذه الحالات، وقد يعود إلى وجود شركات داخل العينة تعرضت للخسائر، إضافة إلى طبيعة المساهمين، الذين يكونون في الغالب مساهمين داخليين يتقبلون الخسائر على المدى القصير والمتوسط.

خلاصة الفصل الثاني :

تعد بورصة عمان من أنشط الأسواق العربية تضم 173 شركة مدرجة تم إختيار منها 11 شركة من القطاع الصناعي خلال الفترة (2014-2020)، لذلك تم التطرق من خلال هذا الفصل إلى إختبار قدرة مؤشرات المرونة المالية التي تتمثل في التدفق النقدي والسيولة والرافعة المالية وتوزيعات الأرباح في تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في هذه البورصة بإتباع أساليب الإقتصاد القياسي.

في الجانب النظري قمنا بعرض بعض المفاهيم المتعلقة بسلاسل الزمنية المقطعية (بانل) وأهم النماذج المكونة لها، ثم معالجة بيانات البحث عن النموذج الملائم وتقدير معلماته، ثم عرض النتائج وتحليلها ومن ثم التوصل إلى إستنتاجات ونتائج نهائية.

خاتمة

خاتمة :

أدت التطورات الفكرية في فلسفة الإدارة المالية في إنتهاج المرونة المالية وإعتبرتها من أهم الممارسات الملائمة للتغيرات في البيئة نتيجة التطور السريع في عالم المال والأعمال والتي تحول دون مواجهة التحركات اللازمة مع أخذ الحيطه والحذر من الصدمات المفاجئة والإستجابة لها بشكل سريع والإستفادة من الفرص الإستثمارية، كما تحتل القرارات المالية أهمية بالغة خاصة فيما يتعلق بقراري التمويل والإستثمار خصوصاً مع تزايد نمو شركات المساهمة من جهة وتعدد مصادر الأموال المتاحة وبالإضافة إلى الفرص الإستثمارية والإهتمام بتعظيم قيمة الشركة من جهة أخرى.

ومن هذا المنطلق حاولت الدراسة الوقوف على مدى تأثير مؤشرات المرونة المالية على تفسير القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للفترة (2014-2020).

العمل مقدم في فصلين بحيث تم عرض في الفصل الأول إلى الأدبيات النظرية لأهم المفاهيم المتعلقة بالمرونة المالية ومختلف مؤشراتها والقيمة السوقية للأسهم ثم أهم الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع، بينما الفصل الثاني يتضمن تفسير النموذج لتأثير القيمة السوقية للعينه المأخوذة من مجتمع الدراسة بمؤشرات المرونة المالية، في الفترة المحددة سابقاً فتم إستخدام أساليب إحصائية حديثة تمثلت في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel ونماذجها من أجل الإجابة على الإشكالية وإختبار الفرضيات وإثبات صحتها.

أولاً: نتائج الدراسة النظرية وتحليل أدبيات الموضوع

من خلال تحليل المقالات التي تم الإستعانة بها في هذه المذكرة تمكنا من الوصول إلى:

✓ من خلال مناقشة العلاقة بين التدفق النقدي التشغيلي والمرونة المالية تبين أن زيادة التدفق النقدي يرفع من حجم إستثمارات الشركة ويوفر للأطراف الأخرى المعلومات اللازمة لتحليل وتقدير الملاءة المالية وهذا لقياس الأداء وتحديد فرص النمو المستقبلية لشركة.

✓ بعد مناقشة مؤشرات المرونة المالية وجد أن الإحتفاظ بالسيولة قد لا يسبب مشاكل الوكالة بل هو ضروري لمواجهة الصدمات والإلتزامات السلبية الطارئة.

✓ مؤشر الرافعة المالية له دلالة إحصائية وعلاقة عكسية بالمرونة المالية، فعلى الشركة المحافظة على نسب منخفضة من الرافعة المالية وإغتنامها لخلق إستثمارات مستقبلية وإنتهاز فرص جديدة لتغلب على مشاكل التمويل.

✓ إن مؤشر توزيعات الأرباح هو مصدر مهم للشركة سواءً بتوزيعه على مساهميها لتشجيعهم وزرع روح العمل فيهم أو بإستثمارها كمصدر تمويل لخلق فرص إستثمارية جديدة ترفع من المرونة المالية ومن ثم قيمة الشركة.

ثانياً: نتائج الدراسة التطبيقية للإشكالية

أثبت نموذج الدراسة العلاقة بين المؤشرات التي تمثل المرونة المالية والمتمثلة في مؤشر التدفق النقدي التشغيلي، مؤشر السيولة، مؤشر الرافعة المالية ومؤشر توزيعات الأرباح وقيمة الشركات في عينة الدراسة خلال الفترة المدروسة المتمثل في نموذج الآثار الثابتة فهو الأكثر ملائمة لتمثيل العلاقة المدروسة.

بالإضافة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرافعة المالية ونسبة سيولة الأصول مع القيمة السوقية للأسهم، وهو ما يتماشى نسبياً مع الفرضية الثانية والرابعة، أما بالنسبة لعلاقة المتغيرات: نسبة التدفق النقدي ونسبة التداول ونسبة توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للأسهم، وقيمة الشركة فليست لها دلالة إحصائية، وهو ما يتعارض مع الفرضيات الأولى والثالثة والخامسة.

توصيات الدراسة

- على الشركات زيادة الإهتمام بالمرونة المالية لمواجهة مختلف الأزمات المالية والتحكم في مصادر التمويل والإستفادة من الفرص الإستثمارية لتمويل إستثماراتها والحماية من خطر التعثر المالي.
- ضرورة دعم وتعزيز الشركات الصناعية لمؤشرات المرونة المالية في عملها لما لها من دور في التنمية المستقبلية للشركات ومواجهتها للأزمات المالية والتغلب عليها من خلال زيادة موجوداتها مقارنةً بالديون وتوفير النقد في الحدود المطلوبة والإلتزام بنسبة السيولة القانونية.
- على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي إدراك أهمية الرصيد النقدي الذي تحتفظ به في تحديد قراراتها المالية والتفكير في طرق لتحويل ذلك الرصيد النقدي نحو الفرص الاستثمارية المرحة لتفادي تأثيره السلبي على قيمة الأسهم.
- يتوجب على الشركات الصناعية قيد الدراسة الإعتماد على التمويل عن طريق إستخدام مصادر التمويل الداخلي دون الإفراط في الإقتراض بشكل كبير وزيادة المخاطر.
- كما يمكن القول أن مفهوم المرونة بحد ذاته يحتاج إلى المراجعة وضبط مؤشرات قياسه وتحديدتها بشكل دقيق.

آفاق الدراسة

- تطبيق الدراسة في بيئة مختلفة ومدة زمنية تفوق فترة الدراسة حتى يمكن تحديد مدى تأثير المرونة المالية ومؤشراتها على قيمة الشركات على مدى الطويل لأنها قرارات مالية ذات بعد إستراتيجي.
- العمل على دراسة متغيرات أخرى تؤثر على المرونة المالية ومن ثم قيمة الشركات المدرجة في بورصة عمان.
- تطبيق نماذج رياضية أخرى لتقييم الأسهم على عينات مختلفة في الأسواق المالية والمقارنة بينها من حيث النتائج وسهولة التطبيق وغيرها من المعايير لتحديد أي منها أفضل.

المصادر والمراجع

المصادر والمراجع:

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

- 1 سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الإستراتيجي بإستخدام إستراتيجية النمو، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 2010.
- 2 عبد الكريم خيرى، محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية-مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 3 فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى علمي/التمويل-الإستثمار-التخطيط-التحليل المالي، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012.

مذكرات ماجستير وأطروحات دكتوراه

- 4 أسماء بلعلمي، دور المرونة المالية في الرفع من قدرة الإستثمار، أطروحة دكتوراه، جامعة باتنة1"الحاج لخضر"، 2018
- 5 بدرابي شهيناز، تأثير أنظمة الصرف على النمو الإقتصادي في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بالقائد بتلمسان، 2015.
- 6 عبد الكريم خيرى، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الإقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد بوضياف بمسيلة، 2019.
- 7 فداء موسى محمد أبو راشد، المرونة المالية وقرارات الهيكل رأس المال، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، أربد، الأردن، 2014.
- 8 فاطمة بن شنة، إدارة المخاطر الإئتمانية ودورها في تقييم ربحية البنوك التجارية، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2017.
- 9 هدى هادي حسن العامري، المرونة المالية وإنعكاساتها في تحقيق التعافي المالي، أطروحة دكتوراه، جامعة كربلاء، 2018.

المجلات والدورات

- 10 أرشد فؤاد مجيد إبراهيم، إسراء أمين عبد الستار، تأثير كفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية في فجوة النمو المستديم، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، 2019.
- 11 أسماء بلعلمي، دور المرونة المالية في التأثير على قرارات هيكل رأس المال، مجلة الإقتصاد الصناعي، العدد10، جوان2016.
- 12 بن نية محمد، نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات، المجلة الجزائرية للإقتصاد والمالية، المجلد02، العدد07، أفريل2017.
- 13 بوهالي محمد، لعبني عمر، أثر القرارات المالية على نمو المؤسسة، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد04، العدد01، 2019.

- 14 زهواني رضا، وصيف فائزة خير الدين، سمير بوعافية، دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية-قرار التمويل-قرار الإستثمار-قرار توزيع الأرباح، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد01، العدد01، ديسمبر2017.
- 15 سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة، مجلة مركز دراسات دراسات الكوفة: مجلة فصيحة محكمة، العدد 50، 2018.
- 16 سيف الدين أحمد العواد الأسدي، تأثير مؤشرات المرونة المالية في الأداء المالي، Warith Scientific Journal، المجلد03، العدد07، سبتمبر 2021.
- 17 نور أبو الرب، مفيد الظاهر، أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد08، 2006.
- 18 يوسف حجيم سلطان الطائي، حيدر جاسم عبيد الجبوري، المرونة المالية وتأثيرها في الحد من هشاشة النظام المصرفي، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 14، العدد03، 2017.

المطبوعات

- 19 سعيذة بورديمة، مطبوعة دروس في التسيير المالي، مطبوعة دروس في التسيير المالي، مطبوعة بيداغوجية معتمدة، جامعة 8ماي1945-قلمة، 2015.
- 20 كيجلي عائشة سلمى، بن شنة فاطمة، مطبوعة بيداغوجية بعنوان "التسيير المالي-1-دروس وتطبيقات"، مطبوعة بيداغوجية معتمدة، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، 2019.

المراجع باللغات الأجنبية:

مقالات ورسالات باللغة الأجنبية

- 21 Haifeng Zhang, Zhuo Zhang, "Do Companies need Financial flexibility for sustainable Development", Sustainability, 2020.
- 22 Jiangnan Yi, "Financial Flexibility Dynamic Capabilities and the performance of Manufacturing Enterprises", Journal of Research in Emerging Markets, 2020.
- 23 Mahmoudou Bocar Sall, "Flexibilite Financiere Des Societes Conjointes Au Senegal", La Revue Des Sciences de Gestion, 2013.
- 24 Victoria Cberkasoua, Evgeny Kuzmin, "Financial Flexibility as an Investment Efficiency Factor in Asian Companies", Gadjab Mada International Journal Of Business, Vol20, No02, 2018.
- 25 Xiaodong teng, bao guang chang, "the role of financial Flexibility on the enterprise Sustainable Development During the Covid-19 Crisis", Sustainability, N13, 2021.
- 26 Zeher Abdel Fettah Al-Slahat, "the Impact of the Financial Flexibility on the Performance", Interntional Journal of Business and Management, Vol14, N06, 2019.

- 27 Ziad Mohammad Zurigat, "**Financial Flexibility and the Speed of Capital Structure: panel Data Analysis**", Virtus Nterpress, Vol06, N04, 2016.

المواقع الالكترونية:

- 28 <http://www.ase.com.jo/ar>.

الملاحق

الملحق رقم (01): المقارنة بين الدراسات السابقة

النتائج المتوصل إليها	الحدود الزمانية والمكانية	الأدوات المستخدمة		المتغيرات	الهدف من الدراسة	الدراسة
			المنظمة	التابعة	المستقلة	
-تأثير المرونة المالية ليس له علاقة بالقدرة الإستثمارية للشركات. -الإختلاف في المرونة ليس له علاقة بقدرات الشركات على توظيف موادها.	-عينة مكونة من سبعة أسواق مالية شملت 280 شركة صناعية خلال الفترة (2010-2014).	-إستخدام نموذج الإستثمار المعزز بالمتغير الوهمي.		-متغير وهمي للإستثمار.	-التدفق النقدي. -حجم الشركة. -السيولة. -الرافعة المالية.	دراسة أسماء بالعلمي، 2019
-وجود علاقة وتأثير كبير ذو دلالة إحصائية معنوية لكفاءة إدارة رأس المال والمرونة المالية في فجوة النمو المستديم.	-عينة مكونة من 6 شركات صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2005-2014).	-الإعتماد على تحليل Panel Data للإندثار المتعدد وفق نموذج التأثير الثابت.		-فجوة النمو المستديم.	-دورة التحول النقدي. -دوران رأس المال العامل. -نسبة الرافعة المالية. -نسبة السيولة النقدية.	دراسة أرشد فؤاد مجيد إبراهيم، إسراء أمين عبد الستار، 2019

<p>دراسة حيدر حمودي علي.</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى معرفة تأثير المرونة المالية في تجنب الأزمة المالية وفق منظور التجديد الإستراتيجي .</p>	<p>-نسب الرافعة المالية. -نسب السيولة.</p>	<p>-نسبة كفاية رأس المال. -نسب الربحية. -نسبة الديون المتعثرة. -نسبة القروض للودائع.</p>	<p>-التجديد الإستراتيجي .</p>	<p>-إستخدام التحليل الإحصائي عبر توظيف حزمة من البرمجيات الجاهزة.</p>	<p>-عينة مكونة من 10 مصارف تجارية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2015). كما كان للتجديد الإستراتيجي دور إيجابي في ذلك.</p>	<p>-وجود علاقة تأثير معنوية بين المرونة المالية ودورها في الحد من الأزمة المالية كما كان للتجديد الإستراتيجي دور إيجابي في ذلك.</p>
<p>دراسة فاطمة جاسم محمد، بان توفيق نجم، 2009</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى معرفة العلاقة بين المرونة المالية وكل من الربحية والسيولة والإئتمان.</p>	<p>-معدل حقوق الملكية.</p>	<p>-الربحية. -السيولة.</p>	<p>-إستخدام تحليل Panel Data للإيجاد المتعدد.</p>	<p>-عينة مكونة من نوعين في المصارف هما مصرف الشرق الأوسط العراقي للإستثمار ومصرف الإستثمار السعودي خلال الفترة (2000-2002). علاقة طردية بين السيولة والمرونة المالية في المصرف السعودي.</p>	<p>-عينة مكونة من نوعين في المصارف كان متدني في المصارف العراقية. علاقة عكسية بين الربحية والمرونة المالية أدت إلى علاقة عكسية مع الملكية. علاقة طردية بين السيولة والمرونة المالية في المصرف السعودي.</p>	<p>-مستوى المرونة المالية بشكل عام كان متدني في المصارف العراقية. علاقة عكسية بين الربحية والمرونة المالية أدت إلى علاقة عكسية مع الملكية. علاقة طردية بين السيولة والمرونة المالية في المصرف السعودي.</p>

دراسة فداء موسى

محمد أبو راشد،

2014.

-وجود علاقة موجبة بين نسبة المديونية وحجم الشركة وعكسية بين الرفع المالي وتوزيعات الأرباح.	-وجود علاقة عكسية بين الأرباح المحتجزة والرصيد النقدي وبالتالي وجود علاقة عكسية بين مؤشرات المرونة المالية ومؤشرات قرارات هيكل رأس المال.	-الرافعة المالية.	-الرصيد النقدي لشركة.	-حجم الشركة.	-الأرباح المحتجزة.	-نسبة توزيعات الأرباح.	-التدفقات النقدية.	-تحذف الدراسة إلى معرفة مدى تأثير المرونة المالية على قرارات هيكل رأس المال.
-عينة مكونة من 39 شركة صناعية مدرجة في أسواق رأس المال في دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (2008-	-إستخدام نموذج قياسي آبي.							

<p>دراسة هدى هادي حسن العامري، 2018.</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى تحديد دور المرونة المالية في المصارف للوصول إلى التعافي المالي.</p>	<p>-مضاعف حق الملكية. -الديون إلى حق الملكية. -الرصيد النقدي. -السيولة القانونية.</p>	<p>-العائد على الموجودات. -العائد على الودائع. -ملائمة رأس المال للقروض. -ملائمة رأس المال الودائع.</p>		<p>-إستخدام أساليب التحليل المالي وبعض الأساليب الإحصائية (معامل الإرتباط البسيط، تحليل الإنحدار البسيط، إختبارF، R2).</p>	<p>-عينة مكونة من 10 مصارف مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2005- 2015).</p>	<p>-وجود علاقة إرتباط ذات دلالة إحصائية معنوية بين المرونة المالية ومدى تحقيقها للتعافي المالي في المصارف التجارية لكن بشكل ضعيف جدا مما شكل صعوبة في ذلك.</p>
<p>دراسة يوسف حجين سلطان الطائي، حيدر جاسم عبيد الجبوري، 2017.</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى معرفة مدى ممارسة المصارف التجارية للمرونة المالية للتأثير في الحد من هشاشة النظام المصرفي.</p>	<p>-المجودات النقدية. -قابلية الدين. -صافي التدفق النقدي.</p>	<p>هشاشة النظام المصرفي.</p>		<p>-إستخدام مؤشر (- Z) (Score).</p>	<p>-عينة مكونة من 4 مصارف تجارية خاصة في القطاع المصرفي العراقي خلال الفترة (2005- 2015).</p>	<p>-المصارف حققت معدلات مرتفعة من المرونة المالية وتحقيق مستويات مقبولة من العائد.</p>
<p>دراسة Haifeng Zhang, Zhuo Zhang and Ekaterina Steklova, 2020.</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى معرفة التأثير المتبادل بين المسؤولية الإجتماعية لشركات (CSR) وإحتياطي المرونة المالية.</p>	<p>-الرافعة المالية. -الحيازات النقدية.</p>	<p>-المسؤولية الإجتماعية .</p>		<p>-إستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2SLS).</p>	<p>-عينة مكونة من 3359 شركة لبورصتي شنغهاي وشينزن بالصين خلال الفترة (2009- 2017).</p>	<p>-وجود تأثيرات بدلية ومختلفة بين المسؤولية الإجتماعية والمرونة المالية.</p>

<p>دراسة Jiangnan YI,2020</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى تحليل تأثير ودراسة آلية للمرونة المالية على أداء الشركة من منظور القدرات الديناميكية.</p>	<p>-نسبة النقدية. -نسبة الديون.</p>	<p>-إجمالي الأصول ،ROA العائد على رأس المال .ROC</p>	<p>-إستخدام إختبار تحليل الإنحدار المتعدد.</p>	<p>-عينة مكونة من 292 شركة مدرجة في قطاع الصناعة التحويلية في أسواق شنتشن وشنغهاي للأوراق المالية بالصين خلال الفترة (2011- 2017).</p>	<p>-وجود علاقة مقلوبة بين المرونة المالية وأداء الشركة على شكل حرف U بالإضافة إلى القدرات الديناميكية التي أكدت ذلك بمساعدة الشركات على التكيف بشكل أكثر فعالة في وضع إقتصادي متكامل.</p>
<p>دراسة Samere Simon Embaye,2019</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى فحص التأثير الكمي للمرونة FFالمالية على ربحية الشركات غير المالية ومعرفة العلاقة بينهم في الإقتصاديات النامية.</p>	<p>-نسبة الرفعة المالية. -نسبة السيولة. -نسبة الأرباح الموزعة.</p>	<p>-العائد على الأصول ROA. -العائد على حقوق الملكية ROE.</p>	<p>-إستخدام إختبار الدلالات الإحصائية.</p>	<p>-عينة مكونة من 231 شركة و3053 شركة مراقبة لمدة عام مدرجة في أسواق شمال إفريقيا خلال الفترة (1997- 1997)</p>	<p>-المرونة المالية هي المحدد الأساسي لأداء الشركة. -وجود علاقة ودلالة إحصائية بين المرونة المالية وأداء الشركة مع إتجاه سلبي لديون لدى الشركات المرنة مالياً.</p>

<p>-وجود تأثير متبادل وكبير بين قدرة الدين والنقد وعلاقة سلبية بين أدائي المرونة وتأثير إيجابي لقدره الدين على الإستثمار. -المرونة المالية عامل مهم في قرارات التمويل.</p>	<p>-عينه من الشركات الأمريكية العامة خلال الفترة (1980- 2008)</p>	<p>-إستخدام التحليل المتعدد المعايير.</p>		<p>سيولة حقوق الملكية. -سيولة الأسهم العادية EEF</p>	<p>-قدرة الديون. -الممتلكات النقدية. -سيولة الأسهم العادية EEF</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى معرفة دور المرونة المالية في سيولة الشركات وإدارة التمويل.</p>	<p>دراسة Shen Hwee Chua, 2012.</p>
<p>-وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة ونسبة الرافعة المالية بشروط الأرباح المحتجزة تكون إيجابية في الشركات الصغيرة فقط وعلاقة سلبية مع المرونة المالية.</p>	<p>-عينه مكونه من جميع الشركات الأمريكية المتاحة خلال الفترة (1971- 2005).</p>	<p>- بإستخدام التحليل الإحصائي.</p>		<p>- الممتلكات النقدية. -تمويل الديون. -حقوق الملكية.</p>	<p>-الأرباح المحتجزة. -التصنيفات الإئتمانية طويلة الأجل.</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى فحص العلاقة بين حجم الشركة والرافعة المالية من منظور المرونة المالية.</p>	<p>دراسة Soku Byoun, 2007.</p>

<p>-تأثير المرونة المالية إيجابي وذو دلالة إحصائية وهي تمثل دور رئيسي وفعال في قرارات الشركة وفي أدائها الإستثماري .</p> <p>-المرونة المالية كان لها أثر كبير في توسع الإقتصاد الأسيوي.</p>	<p>-عينة مكونة من 1736 شركة في منطقة آسيا ل8 دول أسيوية خلال الفترة (2005 - 2015).</p>	<p>-إستخدام طريقة القدرة على تحمل الديون.</p>		<p>-حجم الإستثمار.</p>	<p>-حجم الشركة. -نسبة الرافعة المالية. -التدفقات النقدية.</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى إستكشاف تأثير المرونة المالية لشركة على فعالية إستثماراتها دون المستوى الأمثل ومعرفة العلاقة بينهم.</p>	<p>دراسة Victoria Cberkasoua and Evgeny Kuzmin,2018</p>
<p>-المرونة المالية في هذه الشركات ليست عالية بشكل عام. -تلعب الرقابة الداخلية دور تنظيمي إيجابي بين المرونة المالية وأداء الشركات لقدرتها على التحكم في التدفق النقدي.</p>	<p>-عينة مكونة من 197 شركة في صناعة تكنولوجيا المعلومات خلال الفترة (2015-)</p>	<p>-إستخدام الأساليب التجريبية.</p>	<p>-مؤشر الرقابة الداخلية.</p>	<p>-المرونة المالية FF. -مربع المرونة المالية FF2.</p>	<p>-معدل العائد على ROA الأصول .</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى معرفة تأثير المرونة المالية والرقابة الداخلية على أداء الشركات.</p>	<p>دراسة Yangyaang Gu Fangying,2020</p>

<p>-المسؤولية الاجتماعية "سيف ذو حدين" على قيمة الشركة بتأثير عليها مما يقلل من المخاطر الشخصية وأرباح الشركات ويزيد المخاطر المنهجية ليأتي دور المرونة المالية والإستثمار في البحث والتطوير لمنع ظهور الآثار السلبية.</p>	<p>-عينة مكونة من 2311 شركة صينية مدجة في بورصتي شنغهاي وشينزن خلال الفترة (2010-2016).</p>	<p>-إستخدام التحليل المتعدد المعايير.</p>	<p>-نسبة السيولة النقدية. -الإستثمار في البحث والتطوير. -النسبة الحالية.</p>	<p>-الإيرادات</p>	<p>-درجة المسؤولية الاجتماعية للشركات.</p>	<p>-تحذف هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة وإستكشاف الدور الوسيط للمرونة المالية والإستثمار في البحث والتطوير.</p>	<p>دراسة Zhaoyang Gao, Siyw and Hou Qingchang Li, 2020.</p>
<p>-المرونة المالية دور مهم في قرارات التمويل. -للشركات الأردنية الصناعية هدف لتعديل هيكل رأس المال تتكيف معه ببطء.</p>	<p>-عينة مكونة من 47 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2014)</p>	<p>-بالإعتماد على تقنيات تحليل البيانات المجمعة واللوحية تخصص دالة الهدف والتحليل المتعدد المعايير.</p>			<p>-نسبة الرافعة المالية. -التغير في نسبة الإحتفاظ.</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى معرفة أثر المرونة المالية على سرعة الهدف بتعديل هيكل رأس المال.</p>	<p>دراسة Ziad Mohammed Zurigat, 2016</p>

دراسة أسماء بلعلمي، 2016						
-تحذف الدراسة إلى تحديد مدى تأثير المرونة المالية على قرارات هيكل رأس المال.	-حجم الشركة. -نسبة الأرباح المحتجزة. -نسبة توزيعات الأرباح. -الرصيد النقدي.	-نسبة المديونية.	-إستخدام نموذج المعادلات الآنية وطريقة المربعات الصغرى.	-عينة مكونة من 58 شركة صناعية أردنية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2000- 2009).	-هناك علاقة خطية بين مؤشرات قياس المرونة المالية ونسبة المديونية في هيكل التمويل.	

دراسة سيف الدين أحمد عواد الأسدي، 2021						
-تحذف الدراسة إلى قياس وتحليل تأثير المرونة المالية على الأداء المالي.	-الرافعة المالية. -الحيازة النقدية.	-الربحية. -مؤشرات الكفاءة.	-الإعتماد على مجموعة من التحليلات والإختبارات الإحصائية ومعامل الإتحذار المتعدد وأسلوب الحذف التراجعي (Back Word).	-عينة مكونة من 5 شركات صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2005- 2019).	-هناك علاقة وأثر معنوي طردى ذو دلالة إحصائية لمؤشرات المرونة المالية على معظم مؤشرات الأداء المالي.	
دراسة Annalisa Ferrando, Maresa-Teresa Marchica and Roberto Mura, 2014						
-تحذف الدراسة إلى معرفة الصلة بين المرونة المالية وقدرة الشركة على الإستثمار.	-الرافعة المالية. -السيولة. -قدرة الإقتراض الفائضة.	-قدرة الشركة على الإستثمار.	-إستخدام التحليل الإحصائي للمتغيرات.	-عينة كبيرة تضم أكثر من 685000 شركة أوروبية غير متجانسة متداولة في القطاع العام والخاص ل8 دول في منطقة اليورو والمملكة المتحدة خلال الفترة (1990- 2010).	-وجود تأثير إيجابي كبير للمرونة المالية على قدرة الشركة على الإستثمار المستقبلي على الرغم من إحتكاكات السوق التي تعرقل فرص النمو المرحة المحتملة.	

<p>دراسة Leo Vashkor Dewri, 2019</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى معرفة الفجوات الأدبية الموجودة حول المرونة المالية وتحديد مدى أهميتها.</p>	<p>- الممتلكات النقدية. -الأموال الداخلية. -قدرة الرافعة المالية الإحتياطي ة.</p>			<p>-إستخدام إختبار التحليل الإحصائي.</p>	<p>-هناك علاقة إيجابية بين المرونة المالية والإستثمار وأداء الشركة أثناء وبعد الأزمة فهي تمثل دور محوري في مكافحة الركود والمساهمة في النمو الإقتصادي.</p>
<p>دراسة Mahmoudou Bocar Sall, 2013</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى تحليل تأثير المرونة المالية في شركات الإتحاد الإفريقي في السنغال.</p>	<p>-القدرة على توليد السيولة. -معدل نمو رأس المال.</p>	<p>-إجمالي الأصول. -إجمالي الديون.</p>		<p>-إستخدام نموذج الإنحدار المتعدد وإختبار الدلالات الإحصائية.</p>	<p>-هناك إرتباط إيجابي بين المرونة المالية ونسبة رأس المال الذي تمتلكه الشركة ومن ناحية أخرى بين المرونة المالية والأداء التجاري.</p>
<p>دراسة Ozgur Arslan-Ayaydin, Chris Florackis, Aydin Ozkan, 2012</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى معرفة تأثير المرونة المالية على الإستثمار وأداء الشركات.</p>	<p>- الممتلكات النقدية. -الرافعة المالية.</p>	<p>-نسبة تغطية الفائدة. -هامش التشغيل. - الإستثمار.</p>		<p>-إستخدام إختبار الدلالات الإحصائية.</p>	<p>-هناك دلالة إحصائية بين المرونة المالية وأداء الشركة. -الرافعة المالية هي المحرك الأساسي لسلوك الإستثمار خلال فترات الأزمة.</p>
<p>دراسة Semere Simon Embaye, 2019</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى دراسة تأثير المرونة المالية على أداء الشركة.</p>	<p>-القدرة على الديون. -نسب السيولة. -نسب الرافعة المالية.</p>	<p>-العائد على الأصول ROA -العائد على حقوق الملكية ROE</p>		<p>-إستخدام تحليل الإنحدار المتعدد.</p>	<p>-المرونة المالية هي المحدد والمحرك الأساسي لأداء الشركات. -لقدرة الديون تأثير سلبي ودلالة إحصائية مع أداء الشركة. -وجود علاقة سلبية مرتبطة بشكل إيجابي بين الموجودات النقدية والأرباح الموزعة مع الأداء.</p>

<p>-هناك تأثير إيجابي ذو مغزى للمرونة المالية على النشاط الاستثماري. -للمرونة المالية تأثير إيجابي ذو مغزى وهادف على السلوك المالي لهذه الشركات. -المرونة المالية عامل مهم وفعال في هيكل رأس المال.</p>	<p>-عينة مكونة من 100 شركة مدرجة في بورصة طهران للتبادل خلال الفترة (2009-2015).</p>	<p>-إستخدام نموذج الإنحدار المتعدد وتقنيات برنامج Eviews.</p>		<p>-النشاط الإستثماري . -توزيعات الأرباح. -مقدار النقد. -قيمة الشركة.</p>	<p>-الأرصدة المالية.</p>	<p>-تهدف الدراسة إلى تحليل تأثير المرونة المالية على السلوك المالي.</p>	<p>دراسة Tahereh Alsadat Mirkhalili, Hamid Khajeh Mahmoudabadi , 2018</p>
<p>-هناك تأثير إيجابي كبير للمرونة المالية على الأداء العام لشركة خلال أزمة COVID19 .</p>	<p>-عينة مكونة من 1694 شركة في صناعة المواصلات والآلات وصناعة النسيج والصناعات التحويلية الأخرى المدرجة في بورصة تايوان خلال الربع الأول والثاني من عام 2020.</p>	<p>-الإعتماد على تحليل الإرتباط.</p>	<p>- العائد على حقوق الملكية .</p>	<p>-العائد على الأصول.</p>	<p>-المرونة النقدية. -مرونة الديون.</p>	<p>-تهدف الدراسة إلى معرفة تأثير المرونة المالية على أداء الشركة خلال أزمة COVID19 .</p>	<p>دراسة Xi Aodong Teng, Beo Guang Chang and Kun-Chanwu, 2021</p>

<p>دراسة Yunyun Cai, Yiding Wu, 2019.</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى معرفة تأثير المرونة المالية على الربحية المستقبلية للشركة.</p>	<p>-المرونة النقدية. -مرونة تمويل الديون.</p>	<p>-معدل دوران الأصول. -تركيز الملكية. -معدل نمو الدخل التشغيلي وعوامل أخرى.</p>		<p>-الإعتماد على طريقة الإنحدار متعدد المتغيرات.</p>	<p>-عينة مكونة من 62 شركة مدرجة في قطاع المعادن غير الحديدية بشنغهاي وشنتشن خلال الفترة (2013-2017).</p>	<p>-وجود علاقة إيجابية بين المرونة المالية وربحية الشركات ولكن التأثير بينهم لم يكن كبير في شركات صناعة المعادن غير الحديدية وكان متأخراً وبطيءاً.</p>
<p>دراسة Zaher Abdel Fattah Al-Slehat, 2019</p>	<p>-تحذف الدراسة إلى تقصي أثر المرونة المالية على الأداء.</p>	<p>- الموجدات النقدية. -السيولة. -التدفق النقدي.</p>	<p>-نسبة تغطية الفائدة. -نسبة هامش التشغيل.</p>		<p>-الإعتماد على تحليل الإنحدار الخطي المتعدد.</p>	<p>-عينة مكونة من 18 شركة أردنية في قطاع الخدمات مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2010-2017).</p>	<p>-المرونة المالية تعتبر معيار أساسي للقرارات المالية في الشركات. -للمرونة المالية تأثير إيجابي على مؤشرات الأداء ككل لشركات قطاع الخدمات الأردني.</p>
<p>دراسة Zazem Rahimi and Alireze Mosavi, 2016</p>	<p>-تحذف هذه الدراسة إلى التحقق في العلاقة الموجودة بين المرونة المالية والسياسات المالية للشركات.</p>	<p>-المرونة المالية.</p>	<p>-سياسة توزيع الأرباح. -الرافعة المالية. - الموجدات النقدية.</p>		<p>-إستخدام نموذج البيانات المتكاملة وتقنيات الإنحدار والإرتباط.</p>	<p>-عينة مكونة من 155 شركة مدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة (2010-2014).</p>	<p>-وجود تأثير سلبي كبير بين المرونة المالية والأرباح الموزعة من قبل الشركة والمطلوبات المتداولة وديون طويلة الأجل الخاصة بالرافعة المالية والتغيرات في الرصيد النقدي. -وجود علاقة عكسية بين المرونة المالية والسياسات المالية لشركة.</p>

المصدر: من إعداد الطالبة.

الملحق رقم (02): متغيرات الدراسة

الشركات	السنوات	نسبة التدفق النقدي	نسبة الرافعة المالية	نسبة سيولة الأصول	نسبة التداول	نسبة الأرباح الموزعة	قيمة المؤسسة
دار الدواء لتنمية والإستثمار	2014	0.06	0.81	0.62	1.674	3.882	2.22
	2015	0.19	0.65	0.58	1.657	4.31	1.32
	2016	0.02	0.76	0.62	21.918	4.651	1.15
	2017	0.02	1.22	0.56	1.268	0	0.87
	2018	0.04	2.39	0.55	0.885	0	-
	2019	0.04	3.08	0.51	0.794	0	0.06
	2020	0.05	2.18	0.55	0.948	0	0.15
الحياة لصناعات الدوائية	2014	0.870652259	0.15	0.63	4.814	4.367	1.29
	2015	1.036287348	0.14	0.59	4.901	0	1.14
	2016	0.809007387	0.13	0.62	5.514	6.51	0.92
	2017	0.5655191	0.22	0.65	4.185	4.926	1.03
	2018	0.600149062	0.29	0.57	3.332	6.736	0.93
	2019	0.646694213	0.17	0.53	4.860	5.102	0.96
	2020	0.622697946	0.23	0.59	4.096	8.265	1.42
العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	2014	0.167661308	0.54	0.76	2.294	4.785	1.09
	2015	0.0663149	0.41	0.75	2.702	5.495	0.82
	2016	0.097898377	0.34	0.75	3.129	6.061	0.98
	2017	0.205216598	0.22	0.72	4.353	5.465	0.83
	2018	0.058859704	0.18	0.73	5.365	6.757	0.48
	2019	0.039647907	0.23	0.75	4.760	5.525	0.81
	2020	0.048101521	0.27	0.80	4.393	4.505	1.22
مصانع الزيوت	2014	1.440296036	0.16	0.75	5.383	6.364	0.10
	2015	1.816214856	0.24	0.74	5.214	3.03	0.65
	2016	0.969983075	0.22	0.75	4.199	4.167	0.68
	2017	0.946181261	0.20	0.64	3.827	5.988	0.67

0.87	10.695	4.160	0.64	0.18	1.209977897	2018	النباتية الأردنية
1.78	8.993	4.552	0.66	0.17	1.001578767	2019	
1.85	8.772	4.264	0.68	0.19	1.354166399	2020	
-	0	0.783	0.24	0.54	0.045248381	2014	أساس لصناعات الخرسانية
0.63	0	0.694	0.25	0.61	0.124914134	2015	
-	0	0.747	0.27	0.59	0.13724793	2016	
0.74	0	0.766	0.32	0.73	0.046870524	2017	
-	0	0.667	0.29	0.80	0.16225	2018	
0.76	0	0.467	0.21	0.87	0.049928626	2019	
-	0	0.359	0.15	0.74	0.220605581	2020	
2.95	2.532	2.143	0.48	0.64	0.347626918	2014	سنيورة لصناعات الغذائية
3.24	1.179	2.484	0.46	0.72	0.366703103	2015	
2.56	1.685	1.903	0.42	0.88	0.167914736	2016	
1.85	3.509	1.795	0.41	0.76	0.421401851	2017	
1.85	4.211	1.727	0.39	0.84	0.254702485	2018	
3.25	2.353	1.397	0.38	0.85	0.356935113	2019	
4.20	2.885	1.450	0.38	0.67	0.393422529	2020	
18.50	6.154	6.247	0.52	0.10	1.767145847	2014	البوتاس العربية
20.00	5.714	4.794	0.54	0.14	1.51905077	2015	
18.18	5.214	8.131	0.45	0.14	0.667069276	2016	
15.85	5.935	7.921	0.44	0.16	0.999915007	2017	
15.02	7.491	5.223	0.43	0.20	0.730313997	2018	
19.45	4.89	3.863	0.42	0.22	0.664030436	2019	
20.00	4.762	3.403	0.34	0.20	0.503017255	2020	

7.09	0	3.066	0.76	0.33	0.102222369	2014	فلادلفيا لصناعة الأدوية
3.56	0	4.497	0.74	0.20	0.124359851	2015	
1.21	0	3.761	0.75	0.25	0.045366458	2016	
0.55	3.226	3.409	0.80	0.31	0.044803417	2017	
0.58	3.165	3.749	0.80	0.27	0.121505845	2018	
0.56	3.205	3.089	0.84	0.37	0.0252991	2019	
0.43	0	3.537	0.84	0.31	0.11342146	2020	
1.37	5.063	1.923	0.76	0.46	0.235324971	2014	
1.00	3	2.354	0.75	0.33	0.464017417	2015	
1.08	3.365	2.757	0.75	0.29	0.333154458	2016	
0.96	3.571	3.121	0.72	0.24	0.515350014	2017	
1.21	0	2.405	0.73	0.36	0.015041085	2018	
0.67	0	3.240	0.75	0.24	0.580983477	2019	
0.41	2.837	3.340	0.80	0.23	1.048850593	2020	
5.52	0	1.301	0.36	0.55	0.165938425	2014	مناجم الفوسفات الأردنية
4.47	0	1.538	0.35	0.44	0.108606183	2015	
1.14	0	1.198	0.32	0.57	0.106965349	2016	
1.55	0	1.088	0.31	0.59	0.083562155	2017	
1.84	7.042	1.226	0.34	0.64	0.116496883	2018	
1.77	3.61	1.029	0.28	0.97	0.112176781	2019	
2.51	5.698	1.124	0.29	0.88	0.129652838	2020	
0.36	7.813	1.674	0.62	0.48	0.001530006	2014	
0.46	0	1.657	0.58	0.34	0.104818195	2015	
0.45	9.091	1.918	0.62	0.25	0.045731589	2016	

-	0	1.268	0.56	0.41	-	2017
0.53	0	0.885	0.55	0.33	0.005716836	2018
-	0	0.794	0.51	0.21	0.045876145	2019
0.64	0	0.948	0.55	0.22	0.10213127	2020
-	0				0.066592745	
0.61	0					
0.07	0					

المصدر: من إعداد الطالبة بإستخدام القوائم المالية إعتماًداً على برنامج Excel.

الملحق رقم (03): النموذج التجميعي

Dependent Variable: MVS Method: Panel Least Squares Date: 04/07/22 Time: 02:27 Sample: 2014 2020 Periods included: 7 Cross-sections included: 11 Total panel (balanced) observations: 77				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0152	2.489095	1.866800	4.646642	C
0.8777	0.154402	1.376880	0.212593	CF
0.0000	-5.142502	2.902298	-14.92508	LA
0.0000	5.122272	0.425153	2.177749	CR
0.7558	0.312213	1.103843	0.344634	LE
0.9116	-0.111455	0.185523	-0.020677	RD
2.649094	Mean dependent var	0.463255	R-squared	
5.163070	S.D. dependent var	0.425456	Adjusted R-squared	
5.641480	Akaike info criterion	3.913539	S.E. of regression	
5.824114	Schwarz criterion	1087.421	Sum squared resid	
5.714532	Hannan-Quinn criter.	-211.1970	Log likelihood	
0.398998	Durbin-Watson stat	12.25576	F-statistic	
		0.000000	Prob(F-statistic)	

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews9.

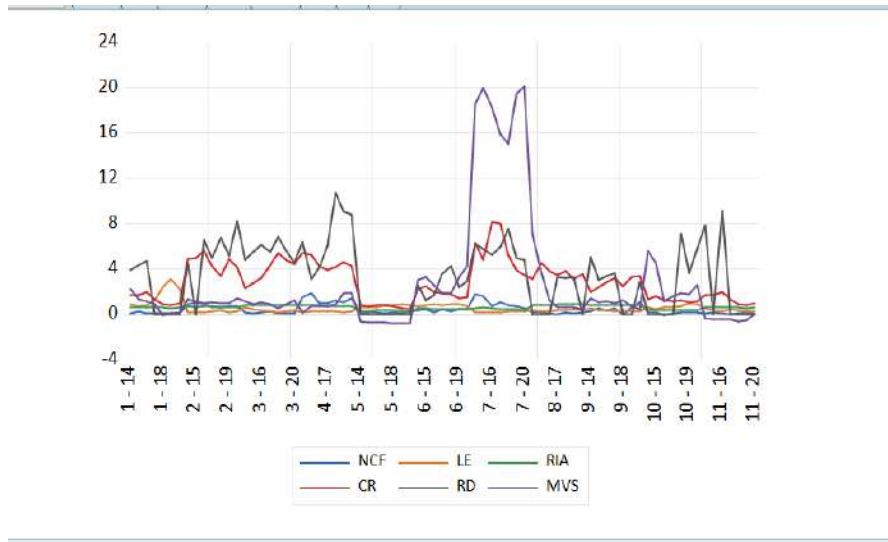
الملحق رقم (04): نموذج الاثار العشوائية

Dependent Variable: MVS Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) Date: 04/07/22 Time: 09:57 Sample: 2014 2020 Periods included: 7 Cross-sections included: 11 Total panel (balanced) observations: 77 Swamy and Arora estimator of component variances				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0117	2.587060	2.207063	5.709805	C

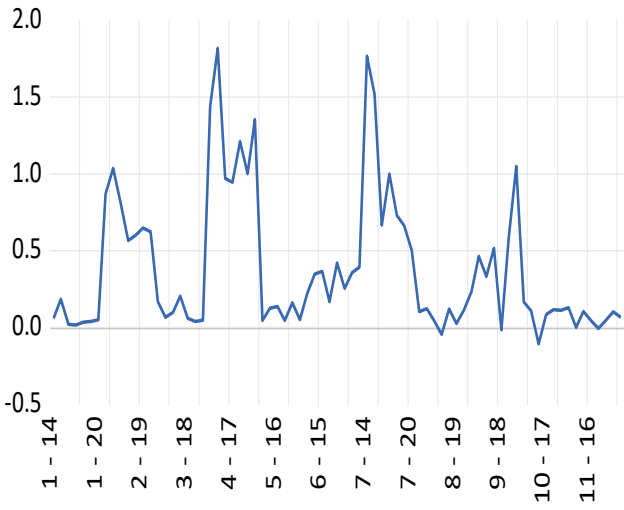
0.1845	1.340151	0.692114	0.927537	CF
0.3829	-0.877984	3.308120	-2.904477	LA
0.0755	-1.803876	0.189087	-0.341090	CR
0.0107	-2.623112	0.480785	-1.261153	LE
0.3516	-0.937698	0.062468	-0.058576	RD
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.9291	4.052347	Cross-section random		
0.0709	1.119256	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
0.275054	Mean dependent var	0.115356	R-squared	
1.208972	S.D. dependent var	0.053057	Adjusted R-squared	
98.26858	Sum squared resid	1.176463	S.E. of regression	
0.836027	Durbin-Watson stat	1.851657	F-statistic	
		0.113824	Prob(F-statistic)	
Unweighted Statistics				
2.649094	Mean dependent var	-0.001130	R-squared	
0.040506	Durbin-Watson stat	2028.244	Sum squared resid	

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews9.

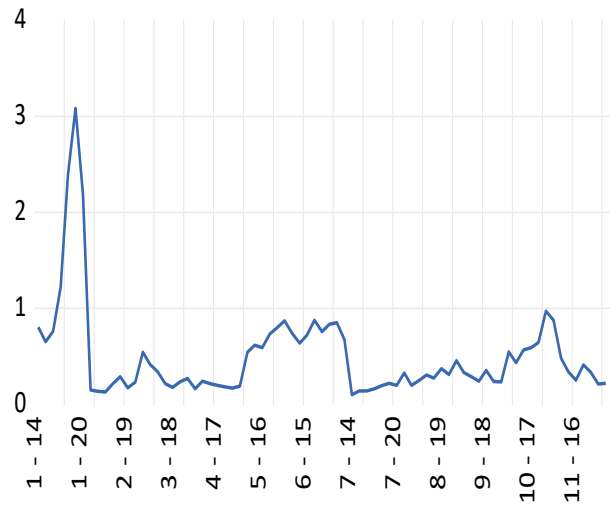
الملحق رقم (04): منحنيات تطور متغيرات الدراسة عبر الزمن للعيينة المدروسة



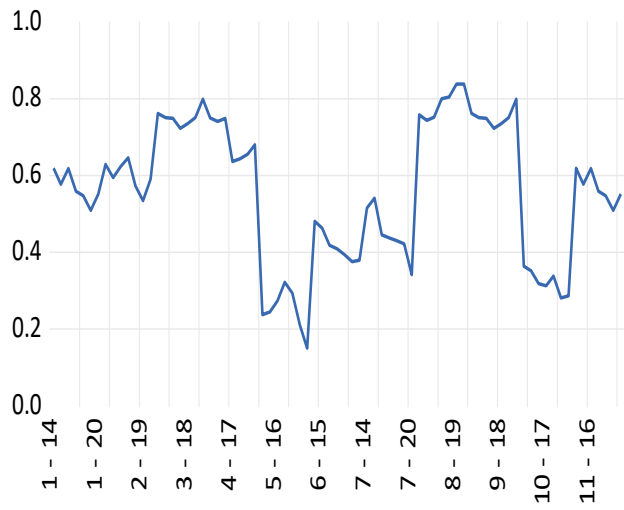
NCF



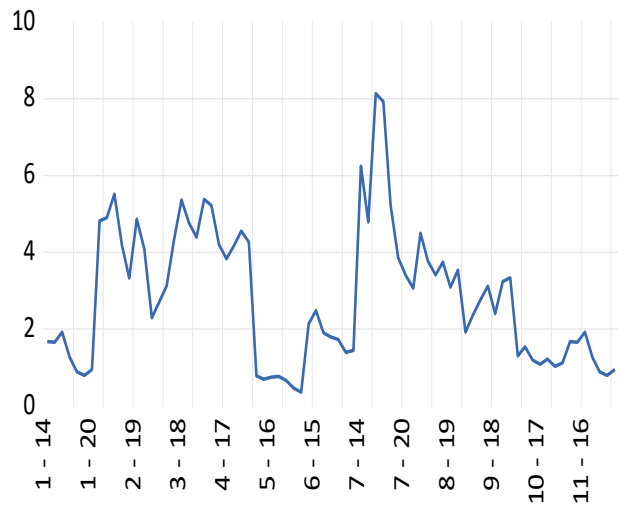
LE



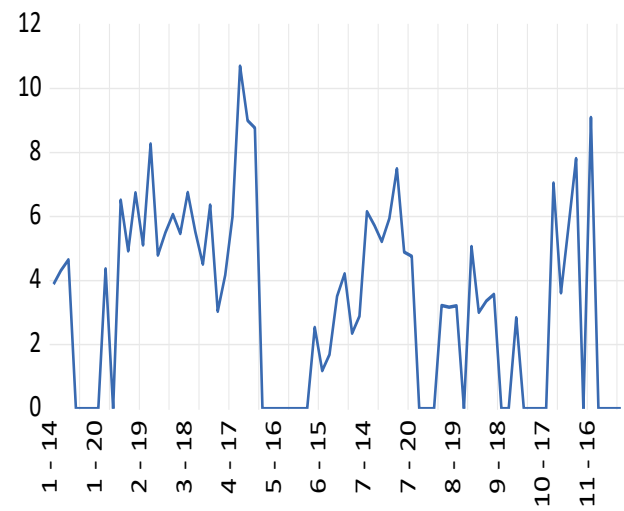
RIA



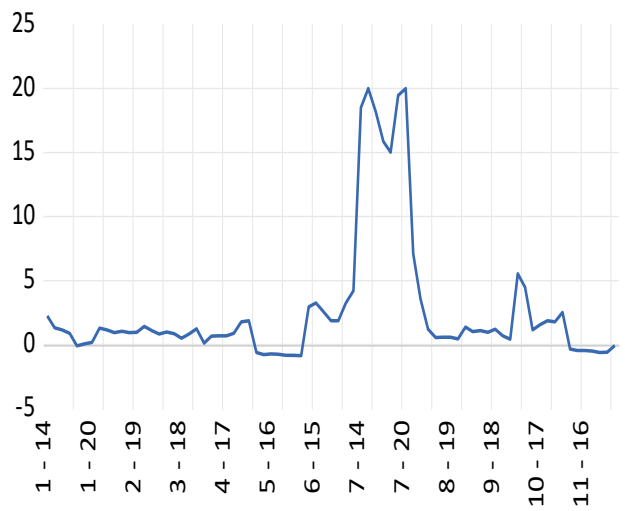
CR

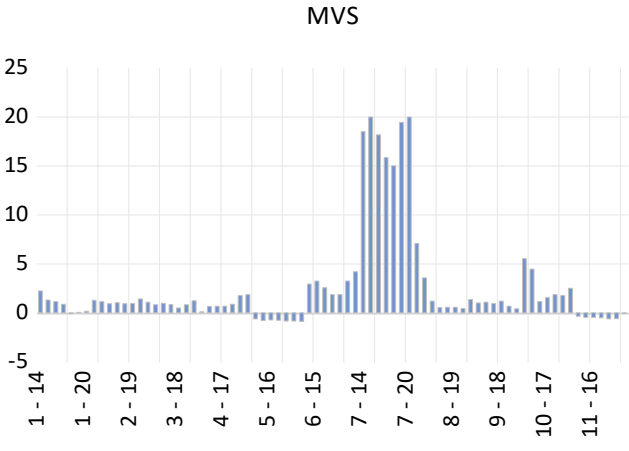
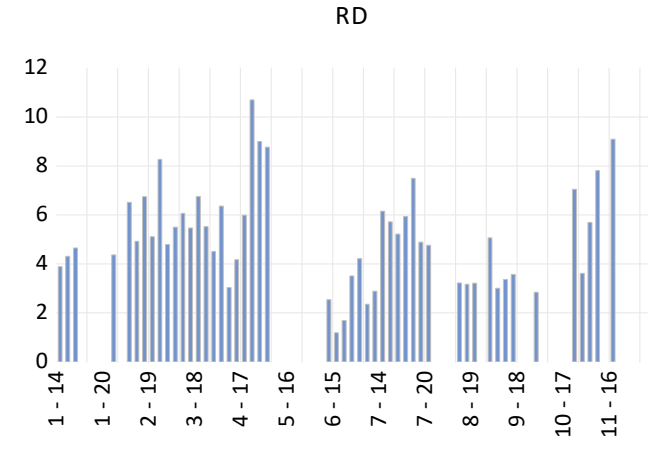
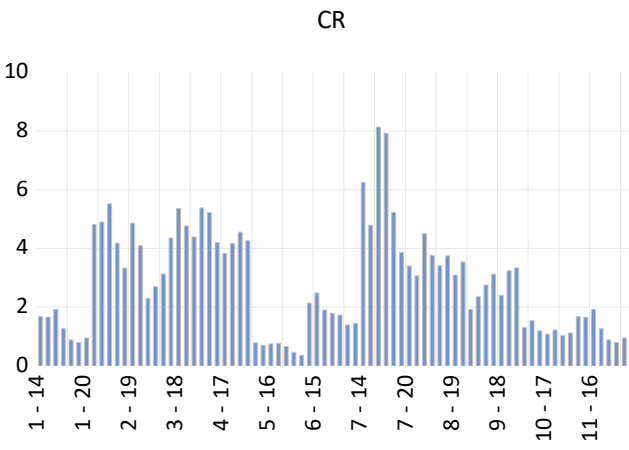
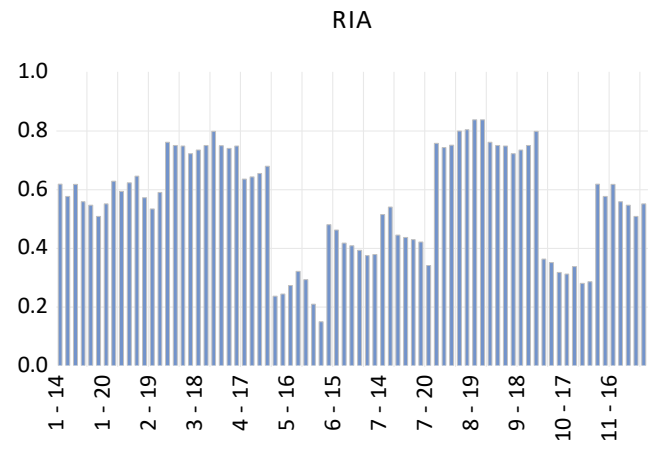
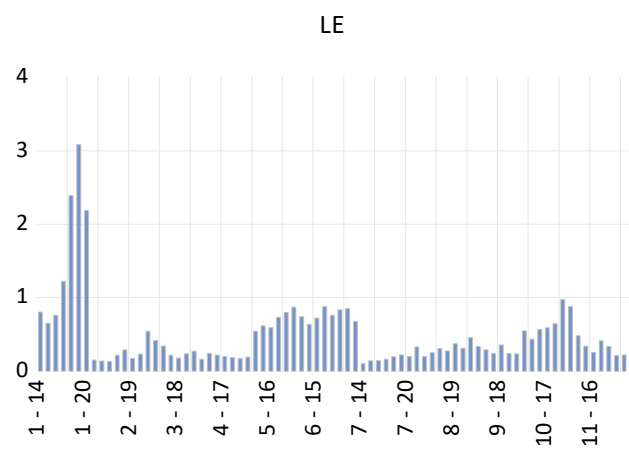
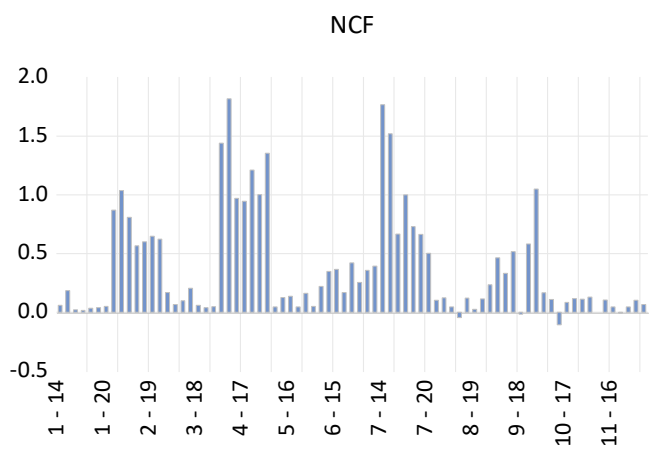


RD



MVS





المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews9.