

## دور المرونة المالية في التأثير على قرارات هيكل رأس المال

### دراسة لعينة من الشركات الصناعية

أ. أسماء بلعلمي، جامعة باتنة 1

#### الملخص

يتمثل هدف هذه الدراسة في تحديد مدى تأثير المرونة المالية على قرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في السوق المالي للفترة 2000-2009. ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج المعادلات الآتية (Simultaneous Equation Model)، وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2SLS)، حيث توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين مؤشرات المرونة المالية وقرارات الشركة التمويلية تشكل علاقة خطية وذلك بعكس ما هو متوقع، أي أنه كلما زاد حجم الشركة وزادت فرص نموها، كلما قل اهتمامها بالمرونة المالية عند اتخاذها لقرارات التمويل. كما أظهرت النتائج أنه كلما زاد حجم الشركة وزادت فرص نموها كلما زاد ميلها إلى استخدام الدين في التمويل، بدلا من الاعتماد على إصدارات الأسهم الجديدة. كذلك توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين نسبة المديونية في هيكل التمويل للشركات قيد الدراسة وبين مؤشرات المرونة المالية المتمثلة في (حجم الشركة، ونسبة الأرباح المحتجزة، ونسبة توزيعات الأرباح) تمثل علاقة خطية يختلف اتجاهها من متغير لآخر.

الكلمات المفتاحية: المرونة المالية، قرارات هيكل رأس المال، نظرية المقايضة، نظرية ترتيب أولويات التمويل، سوق عمان المالي.

#### Abstract

The main objective of this study is to investigate the effect of financial flexibility on capital structure decisions adopted by industrial companies listed in Amman Stock Exchange for the period 2000-2009. Using Two Stage Simultaneous Equations Model (2SLS), the study found a linear relationship between proxies of financial flexibility and the company's debt ratio, where the higher the size and the higher the growth opportunities, the less is the company's concern with financial flexibility and its effect on funding decisions. The results also revealed that large companies with high growth opportunities are inclined to use more debt rather than issuing equity. The study also indicates that large companies have a tendency to increase its dividends payout ratio. Hence the study's main conclusion reveals that the relationship between leverage and financial flexibility proxies (size, retained earnings, dividends) possess a linear relationship.

**Keywords:** Financial Flexibility, Capital Structure Decisions, Trade off Theory, Pecking Order Theory, Amman Stock Exchange.

## مقدمة

تعتبر قرارات التمويل في الشركات من أهم وأكثر المواضيع التي تناولها الباحثون مؤخرًا؛ فمنذ دراسة (Modigliani and Miller, 1958) التي خلصت إلى عدم تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة، مفترضة تواجد السوق الكفاء، الذي يتسم بغياب مخاطر الإفلاس، تماثل المعلومات والمنفعة الضريبية Tax shield، وعمل الإدارة لمصلحة المساهمين وعليه غياب مشكلة الوكالة Agency costs، إلا أن مثل هذه الافتراضات لا تتوافر في الأسواق المالية، فمعوقات السوق حاضرة، وتجعل من هذه الأسواق غير مثالية، الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة بين قيمة الشركة وهيكل رأس المال. وعلى الرغم من وجود انتقادات لنظرية Modigliani & Miller حول هيكل رأس المال، إلا أنها تشكل الحافز لدى الباحثين في دراسة الآثار المترتبة على نقض الفرضيات التي استندت عليها هذه النظرية. وهذا ما أدى إلى ظهور العديد من نظريات هيكل رأس المال مثل نظرية المقايضة Trade off Theory، إلى جانب نظرية ترتيب أولويات التمويل Pecking-Order Theory، وكذلك نظرية الوكالة Agency Theory ونظرية التدفقات النقدية الحرة Free cash flows. حيث تم اختبار هذه النظرية في العديد من الدراسات في محاولة لتفسير قرار التمويل، ومن بين هذه الدراسات دراسة (DeAngelo and DeAngelo, 2006)، التي أشارت إلى فشل هذه النظريات في تقديم شرح كامل عن الدوافع وراء قرار الشركات للتمويل الخارجي، وخلصت إلى أن قرارات التمويل والتي يتم اتخاذها من قبل إدارة الشركة تتأثر بعوامل أخرى، لم تستطع الدراسات الأخرى التوصل إليها. حيث اعتبرت أن المرونة المالية تمثل الرابط المفقود في نظريات هيكل رأس المال، الأمر الذي لم تناوله نظريات هيكل رأس المال التقليدية. كما توصل كل من (Byoun, 2011) و (Denis, 2010) و (Singh and Hodder, 2000) إلى تأكيد النتيجة التي توصلت إليها الدراسة السابقة، وخلصت إلى أن المرونة المالية هي المحدد الأساسي لقرار هيكل رأس المال في الشركة.

هذا وتعتبر المرونة المالية عن قدرة الشركة على استخدام مواردها المالية، والتي تمكنها من الاستجابة للحالات الطارئة التي قد تحدث في المستقبل (Byoun, 2011). وبالتالي فإن الشركات التي تتمتع بدرجة كبيرة من المرونة المالية، تكون أكثر قدرة على تجاوز الأوقات الصعبة

وتخطي الأزمات غير المتوقعة، كما أنها تكون أكثر قدرة على انتهاز فرص الاستثمار المربحة وغير المتوقعة. بعكس الشركات التي لا تتمتع بمرونة مالية حيث يصعب عليها مواجهة الالتزامات غير المتوقعة، وغالبا ما يؤدي هذا إلى الحد من مصادرها النقدية اللازمة للتوسع أو سداد الديون المستحقة، الأمر الذي قد يقودها إلى الإفلاس.

وحيث أن أسواق الدول النامية ومنها الأردن تعاني من محدودية تطورها وتدني مستوى السيولة فيها أكثر من تلك الموجودة في أسواق الدول المتقدمة، إضافة إلى حضور معوقات السوق التي تحد من قدرة هذه الشركات إلى الوصول إلى مصادر التمويل، فإن الشركات في هذه الدول تحاول الحفاظ على مستوى من المرونة تمكنها من تجنب مخاطر التخلف عن الفرص الاستثمارية المربحة، وذلك بالاحتفاظ بمستويات متدنية من رأس المال، والاحتفاظ بالنقد أو التمويل بالأسهم، عندما تكون قيمة الشركات بالسوق عالية مما يقلل من حاجتها إلى السيولة.

ومن هذا المنطلق حاولت الدراسة الحالية الربط بين قرارات هيكل رأس المال وبين المرونة المالية. بهدف معرفة مدى تأثير هذه الأخيرة على قرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في السوق المالي. حيث يتصف هذا السوق بصغر حجمه، وقلة السيولة فيه مما قد يؤدي إلى قلة مصادر التمويل المتاحة لتمويل نشاط الشركات، وخاصة أدوات الدين وحقوق الملكية والأسهم الممتازة.

إن العلاقة بين المرونة المالية وهيكل رأس المال يمكن تجسيدها من خلال التساؤل التالي:

ما مدى تأثير المرونة المالية على قرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في

### سوق عمان المالي؟

#### أولاً: ظهور المرونة المالية في الأدبيات النظرية

رغم أهمية المرونة المالية، إلا أنها قد أهملت من طرف الباحثين في الفترة التي تلت نشأة نظرية ترتيب أولويات التمويل. إلى أن قام الباحثان Harvey&Graham بنشر مقالهما سنة 2001. والذي تضمن نشر نتائج استبانة 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 بالاحتفاظ بالمرونة المالية كان العامل الرئيسي المؤثر على قرارات التمويل في هذه الشركات، وليس من خلال العوامل التي جاءت بها نظرية ترتيب أولويات التمويل والنظريات

الأخرى. وقد جاءت دراسات أخرى فيما بعد أيدت ما جاء في هذه الدراسة مثل دراسة (Bancel and Mittoo, 2004).

كما اهتمت الكثير من الدراسات التي اجريت لاحقا بتضمين أثر المرونة المالية كعامل مهم في قرارات التمويل. ومن أهم هذه الدراسات كانت دراسة (DeAngelo and DeAngelo, 2006) التي بينت أن المرونة المالية، هي الحلقة الحاسمة المفقودة لتكوين نظرية عملية لهيكل رأس المال تكون قابلة للتطبيق. فقد وجد الباحثان أن نظرية ترتيب أولويات التمويل، لم تكن قادرة على تقديم تفسير مقنع لقرارات هيكل التمويل، بسبب افتراضاتها الحازمة التي حالت دون تركيزها على تضمين تأثير المرونة المالية في سياسات التمويل للشركة. ووفقا للباحثين فإن نظرية المقايضة كذلك لم تقدم تفسيراً أفضل لأنها قد فشلت في إدماج أثر المرونة المالية.

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

كما قام (Gamba and Triantis, 2008) كذلك باختبار أثر المرونة المالية على قيمة الشركة، حيث ركز الباحثان في دراستهما هذه على المرونة المالية، باعتبارها تعبر عن قدرة الشركة على الوصول إلى إعادة هيكل رأس مالها بأدنى تكلفة ممكنة. كما أن الشركات التي تتمتع بدرجة من المرونة المالية تكون أكثر قدرة على تجنب التعثر المالي، وكذلك استغلال الفرص المرشحة لتمويل استثماراتها. ومن بين أهم نتائج هذه الدراسة:

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

وفي نفس السياق حاول (Ferrando. *et al.*, 2013)، اثبات ان المرونة المالية التي تتحقق من خلال اتباع سياسة رفع مالي معتدلة؛ تكون أكثر أهمية بالنسبة للشركات الخاصة؛ الصغيرة ومتوسطة الحجم بالإضافة إلى الشركات الناشئة، وبالنسبة للشركات الموجودة في البلدان التي تتميز بانخفاض فرص الحصول على الائتمان وضعف حماية المستثمر. علاوة على ذلك، وفي ظل الأزمات الاقتصادية الاخيرة تبين أن وضع المرونة المالية في الشركة يسمح لها بالحد من الأثر السلبي لأزمات السيولة على قراراتها الاستثمارية. وبالتالي فان النتائج التي توصلت إليها الدراسة تدعم الفرضية القائلة بأن المرونة المالية ترتبط بقدرة الشركة على القيام بالاستثمار في المستقبل على الرغم من المعوقات التي تعرقل الفرص المربحة الممكنة للنمو.

أما (Lambrinoudakis. *Et al.*, 2014) فقد قاموا باختبار متغير من متغيرات نموذج المرونة المالية المتعلق بتأثير التوقعات بشأن الصدمات الخاصة التي تواجهها الشركة في المستقبل على الرافعة المالية لمجموعة من الشركات الأمريكية. وتوصلوا إلى أن توقعات الصدمات المستقبلية التي تواجهها الشركة يخفض من الرافعة المالية للشركة، علاوة على ذلك فهذه التوقعات لها تأثير كبير على قرارات هيكل رأس المال وبشكل خاص في الشركات الصغيرة والشركات التي تعاني أكثر من القيود المالية. وبالتالي فان النتائج التي توصلت إليها الدراسة تؤكد التنبؤات والأدلة المستمدة من نموذج (DeAngelo, 2011) بان المدراء الماليين يسعون الى توفير المرونة المالية في الشركة.

### مفهوم المرونة المالية

يرى (Singh and Hodder, 2000) أن المرونة المالية تتمثل بقدرة الشركة على تجنب الفروق في الضرائب وكذلك تكاليف الرفع المالي من خلال تحويل هذه التكاليف إلى فروع الشركة بدلا من تحملها كاملة. وفي تعريف (Bancel and Mitto, 2010) تعبر المرونة المالية عن قدرة الشركة على التحكم بمصادر التمويل استجابة للاحتلالات المفاجئة وغير المتوقعة في التدفقات النقدية أو في الاستثمارات المتاحة.

هذا وينظر المديرون الماليون إلى المرونة المالية على أنها عامل رئيسي في اتخاذ قرارات هيكل رأس المال. حيث أن المرونة المالية تمثل قدرة الشركة على الاستجابة بفعالية للصدمات غير المتوقعة

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

### المرونة المالية والقدرة غير المستغلة على الاستدانة

إن للمرونة المالية (والمتمثلة في القدرة على الاستدانة) تأثير كبير على كل من تكاليف التمويل الخارجي وتكاليف الوكالة للأرصدة النقدية، والذي يعني أن قدرة الشركة غير المستغلة على الاستدانة تمثل المصدر الرئيسي للمرونة المالية (Daniel et al., 2010). وبالتالي فإن المرونة المالية ممثلة في شكل احتياطات غير مستغلة من القدرة على الاستدانة، تمثل الحلقة المفقودة في نظريات هيكل رأس المال، وتستخدم الشركات هذه القدرة الفائضة على الاستدانة، لتلبية احتياجات التمويل المرتبطة بالاستثمارات المتوقعة، مع السماح لهذه الشركات بتخفيض تكاليف إصدار الأسهم والحفاظ على أرصدة نقدية كافية. وهذا يسمح للشركات بتوفير تكلفة إصدار أسهم جديدة مع الحفاظ على نقدية عالية، وهذا يتماشى مع نظرية التبادل المعدلة (Modified Trade Off Theory)، والتي من خلالها يتم الوصول إلى نسبة تمويل مثالية، والتي بدورها تؤدي إلى تقليص تكلفة الفرصة الضائعة للدين (ضعف الاستثمار في المستقبل) (Marchira and Mura, 2010).

فالشركات تحتاج للمرونة المالية بشكل مستمر، لتمنح نفسها خيار الاقتراض في الفترات غير العادية لتلبية احتياجات رأس المال غير المتوقعة (DeAngelo and DeAngelo, 2006). وفي بعض الأحيان تقوم الشركات التي تملك القدرة الإضافية على الاستدانة بزيادة التمويل عن طريق إصدار الأسهم، للحفاظ على خيار الاقتراض في المستقبل لتفادي معوقات الاستثمار التي قد تنشأ عند الحاجة المستقبلية لرأس المال. وبالتالي فإن الشركات ستقوم بالحفاظ على مرونتها المالية، من خلال الاحتفاظ بقدرة غير مستغلة على الاستدانة، عندما تكون قيمة معوقات الاستثمار التي تجنبتها الشركة في الحاضر تفوق قيمة المزايا الضريبية الضائعة.

## علاقة المرونة المالية بنسبة المديونية في هيكل رأس المال

تزداد أهمية المرونة المالية خاصة للشركات التي تتمتع بوجود رافعة مالية منخفضة، حيث تكون بديلا للاقتراض فتستخدمها الشركات كوسيلة للتخلص من المعوقات الضريبية (Singh and Hodder, 2000). ونظرا لصعوبة قياس المرونة المالية، فقد استخدمت بعض الدراسات عدة مؤشرات من بينها نسبة المديونية والرصيد النقدي للشركة للحفاظ على المرونة المالية، إذ ترى أن الشركة يمكنها تحقيق المرونة المالية من خلال الاحتفاظ بنسب مديونية منخفضة ورصيد نقدي كبير (Arslan et al., 2011).

ونظرا لهذه الأهمية، فإنه من المهم معرفة التفاعل ما بين الرفع المالي والمرونة المالية، لأن كلا منهما يعزز من قيمة الشركة. حيث تساعد المرونة المالية الشركة على تفادي دفع الضرائب على شريحة ضريبية عالية، وهذا يحد ذاته هام للشركة التي لا تعتمد على الدين بنسبة كبيرة، ولكن هذا لا يمنعها من دفع الضريبة على سعر منخفض، فوحده الاقتراض يمكن الشركة من ذلك. ومن جهة أخرى فإن الافتراض يزيد من خطورة خسارة الشركة للإعفاءات الضريبية أو مواجهة العسر المالي، إلا أن توفر المرونة المالية يمكن أن يحد من هذه المخاطر، وبالتالي فإن المرونة المالية تعتبر عاملا رئيسيا في تحديد هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة (Singh and Hodder, 2000).

وعليه فإن السياسات المثلى للتمويل للشركة النامية (الناضجة) تتمثل في وجود رافعة مالية منخفضة، واستمرار توزيع الأرباح الجزية، ومحدودية النقدية. كذلك فإن الرافعة المالية المنخفضة تعتبر مثالية للشركات النامية، والتي يتوافر فيها وفورات نقدية مقارنة مع الشركات الناضجة، وتقوم بذلك بدفع (عدم دفع) توزيعات أرباح منخفضة. فوجود رافعة مالية منخفضة يعتبر هدفا على المدى البعيد لشركات عديدة (ولكن ليس جميع الشركات)، عند وجود الحسم الضريبي، وذلك لأن الشركة لن تستفيد من وجود ضريبة بدون تقليل النقدية واستخدام القدرة على الاستدانة. وهذه الإجراءات قد ترجع إلى عدم وجود المرونة المالية الأمر الذي قد يعرض فرص الاستثمار المستقبلية إلى بعض الاختلالات (DeAngelo and DeAngelo, 2006).

## الفرضيات

إن الشركات التي تملك فرص نمو مرتفعة نسبة للتدفقات النقدية المتوقعة وكذلك الشركات الخاضعة للقيود المالية، تكون بحاجة أكبر للمرونة المالية بعكس الشركات الأخرى. وهذا يعني أن

رغبة الشركة في الحفاظ على خيارات مالية مرنة، تتأثر بعدة عوامل، مثل فرص النمو والمعوقات المالية التي تواجهها الشركة فضلا عن الموارد المالية المتاحة في المستقبل. فمثلا، الشركات الصغيرة التي تفتقر إلى الأموال الكافية للاستثمار تملك القليل من التدفقات النقدية الحرة، وبالتالي تقوم بتخفيض الوفورات الناجمة عن استخدام الدين التي تحد من نطاق الاستثمار المفرط (DeAngelo and DeAngelo, 2006). بالإضافة إلى أن الشركات الصغيرة تكون في مرحلة اكتساب السمعة ويرجح أن تكون البنوك قد رفضت منحها الائتمان عندما كانت في أمس الحاجة إليه (Diamond, 1991). وبالتالي فإن هذه الشركات ستمتنع عن إصدار الديون الخطرة.

يرى (DeAngelo and DeAngelo, 2006) أن التمويل الخارجي بالأسهم يحمل الشركة تكاليف إصدار أعلى، وفي الوقت نفسه يوفر قدر أكبر من المرونة المالية مقارنة مع التمويل بالديون. وتبعاً لذلك فإن الشركات الصغيرة، تفضل إصدار الأسهم من أجل جمع الأموال التي تحتاجها. وبالتالي فإننا نتوقع أن ترفع هذه الشركات من النقد الذي يجوزها عن طريق إصدار الأسهم ومن ثم الحفاظ على رافعة مالية (مديونية) منخفضة. ومن هذا المنطلق فإن الشركة تطور المصادر المحتملة للمرونة المالية، من خلال التراكم النقدي والمحافظة على قدرتها على الاستدانة. كما يرى (Bolton and Feixas, 2000) أيضا أن الشركات الصغيرة سترغب في تخفيض التكاليف الناتجة عن عدم تماثل المعلومات، من خلال تمويل استثماراتها عن طريق القروض المصرفية أو إصدار السندات، ولكنها بذلك تعرض نفسها للخطر لتكون قادرة على الحصول على هذه القروض أو السندات. وبالتالي فإن الخيار الوحيد أمام هذه الشركات هو التمويل عن طريق الأسهم، الذي يحمل الشركة تكاليف أعلى ولكنه أكثر جدوى.

باختصار فإن الشركات الصغيرة، التي تواجه حاجة ماسة للمرونة المالية، تفضل الخيارات المالية التي تعزز قدرتها على التعامل مع الحالات الطارئة في المستقبل. وبالتالي لا تأخذ بعين الاعتبار تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، في الوقت الذي تواجه فيه معوقات في الافتراض بسبب الافتقار إلى تاريخ ائتماني، وانخفاض التدفقات النقدية المتوقعة. وبالتالي فإنها تقوم بتوفير النقد من خلال التمويل بالأسهم من أجل زيادة المرونة المالية للتعامل مع الحالات الطارئة في المستقبل (Byoun, 2011). لأن إصدار الأسهم لا يتطلب ضمانات أو عقودا مقيدة، أو زيادة



احتمال العسر المالي، وبالتالي فإن الشركات الصغيرة تقوم بإصدار الأسهم أكثر والاحتفاظ برافعة مالية (مديونية) منخفضة. أما الشركات المتوسطة فتقوم بتوليد تدفقات نقدية موجبة متأنية من استثماراتها السابقة. ومع ذلك فإنها ما تزال في حاجة كبيرة إلى رأس المال الخارجي من أجل ممارسة خيارات النمو المتاحة حالياً. وبالتالي فهي تستخدم جميع الموارد المالية المتاحة للاستفادة من الفرص المتاحة أمامها.

يرى (Byoun, 2011) أن الشركات المتطورة تعتمد على الديون واحتياطي النقد من أجل ممارسة خيارات النمو، بدون الأخذ بعين الاعتبار المرونة المالية للشركة بما أن تزايد تدفقاتها النقدية يوفر الموارد اللازمة في المستقبل، والجدير بالذكر أنه كلما أصبحت الشركات أكثر نضجاً، كلما انخفضت فرص نموها، وكلما كانت لديها تدفقات تشغيلية نقدية كبيرة، وكلما قلت القيود أو المعوقات التمويلية التي تواجهها. وبالتالي فإن التدفقات النقدية الكبيرة المتأنية من الأصول لهذه الشركات، تسمح لها بالحد من الديون والاعتماد على التمويل الذاتي لاحتياجاتها الاستثمارية الحالية.

إن تخفيض الدين يجذب اهتمام الشركة لأنه يجدد المرونة المالية (خيار الاقتراض)، مما يمكن الشركة من تجنب أشكال التمويل المكلفة عند مواجهة صدمات الاستثمار. وبالتالي فإن سمعة الشركة المتعلقة بالأرباح المستقرة وتوزيعات الأرباح، هي المصدر الأساسي للمرونة المالية بما أن الشركات التي تدفع توزيعات أرباح كبيرة تحتفظ بخيار الاقتراض والقدرة على إصدار أسهم في المستقبل (DeAngelo and DeAngelo, 2006). وبالتالي فإن الشركات الكبيرة الناضجة تحتفظ برافعة مالية معتدلة، بينما تقلل من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة من خلال توزيعات الأرباح الكبيرة (DeAngelo and DeAngelo, 2006).

والشيء المستحدث في فرضيات الدراسة، هو تنبؤها بالعلاقة غير الخطية بين كل من مؤشرات المرونة المالية وبين الرافعة المالية. إذ من الأرجح أن تقوم الشركات الصغيرة بإصدار الأسهم، بينما تقوم الشركات المتطورة المتوسطة بإصدار الديون (الاقتراض) من أجل تلبية احتياجاتها التمويلية، أما الشركات الناضجة الكبيرة فمن المرجح أن تقوم بتخفيض الديون باستخدام الأموال المتولدة داخلياً، ما يشكل علاقة غير خطية بين الرافعة المالية ومؤشرات المرونة المالية. هذا وتجدر الإشارة إلى أن فرضيات الدراسة تتناقض مع ما جاء في نظرية ترتيب أولويات التمويل، التي تنبأت أن

الشركات تقوم أولاً بإصدار الديون، ومن ثم التمويل عن طريق الأسهم. في حين أن فرضيات الدراسة الحالية، تشير إلى أن الشركات تلجأ إلى التمويل عن طريق الأسهم أولاً قبل اللجوء إلى الدين لأن منافع الاحتفاظ بالمرونة المالية من خلال الأسهم تفوق تكاليف التمويل عن طريق الأسهم.

انطلاقاً مما سبق، وللوصول إلى الهدف الرئيسي للدراسة فقد تموضع الفرضية الرئيسية:

"هناك علاقة بين قرارات التمويل والمرونة المالية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق

عمان المالي"

وينبثق عن الفرضية الرئيسية الفرضيات الفرعية التالية:

- ✓ هناك علاقة غير خطية بين كل من المتغيرات؛ حجم الشركة (Size)، الأرباح المحتجزة (RE)، ونسبة التدفق النقدي إلى القيمة السوقية (CF/MV) والرافعة المالية (Lev).
- ✓ هناك علاقة عكسية بين كل من الرصيد النقدي للشركة (Cash) وتوزيعات الأرباح (Div) وبين الرافعة المالية للشركة.

ثانياً: تحليل البيانات ومناقشة النتائج

اشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات المساهمة الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2009-2000)، وقد بلغ عددها 77 شركة، تم استبعاد 19 شركة منها، كونها إما موقوفة عن التداول، أو لا تتوفر فيها البيانات اللازمة، فأصبحت عينة الدراسة مكونة من 58 شركة.

وبالاعتماد على الإطار النظري للدراسة بالإضافة إلى الدراسات السابقة، فقد تمت معالجة العلاقة بين متغيرات الدراسة من خلال بناء نموذج قياسي آني (Simultaneous Equation Model) نظراً لكون متغيرات الدراسة (قرارات تمويل هيكل رأس المال مقاسة بنسبة الرافعة المالية، الرصيد النقدي للشركة) متداخلة فيما بينها وترتبط ارتباطاً وثيقاً مع الرافعة المالية، وبالتالي يتكون نموذج المعادلات الآنية المستخدم في هذه الدراسة من معادلتين:-

$$\text{Lev} = \beta_0 + \beta_1 \text{Div} + \beta_2 \text{Cash} + \beta_3 \text{RE} \cdot \text{D}^{\text{RE}+} + \beta_4 \text{RE} \cdot \text{D}^{\text{RE}-} + \beta_5 \text{CF/MV} \cdot \text{D}^{\text{CF/MV}+} + \beta_6 \text{CF/MV} \cdot \text{D}^{\text{CF/MV}-} + \beta_7 \text{Size} + \beta_8 \text{Fa}$$

$$+ \beta_9 NWC + \beta_{10} Dep + \beta_{11} MB + \varepsilon \dots \dots \dots \text{(Equation1)}$$

$$\text{Cash} = \alpha_{c0} + \alpha_1 \text{Div} + \alpha_2 \text{LEV} + \alpha_3 \text{Size} + \alpha_4 \text{CF/MV} + \alpha_5 \text{MB}$$

$$+ \alpha_6 NWC + \alpha_7 \text{Ce} + \varepsilon \dots \dots \dots \text{(Equation2)}$$

لا يمكن تقدير نموذج الدراسة وفقاً لطريقة المربعات الصغرى العادية OLS لما قد يترتب عليها من معلمات متحيزة وغير متنسقة، وذلك بسبب التداخل بين المتغيرات المختلفة (Guajarati, 2003). وعليه سيتم استخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS لتقدير نموذج الدراسة، والجدول الآتي يلخص متغيرات الدراسة وطريقة حساب كل متغير:

جدول رقم (01) ملخص طرق احتساب متغيرات الدراسة

الرمز	اسم المتغير	طريقة الحساب
<b>Lev</b>	نسبة الرافعة المالية (المديونية).	إجمالي الديون مقسوم على إجمالي الأصول.
<b>Cash</b>	الرصيد النقدي.	مجموع الخيارات النقدية مقسوم على إجمالي الأصول.
<b>Div</b>	نسبة توزيعات الأرباح.	الأرباح الموزعة مقسومة على الدخل الصافي للشركة.
<b>RE</b>	نسبة الأرباح المحتجزة.	الأرباح المحتجزة مقسومة على إجمالي أصول الشركة.
<b>DRE+</b>		متغير وهمي يساوي 1 إذا كانت الشركة تملك قيمة موجبة لـ RE و0 فيما عدا ذلك.
<b>DRE-</b>		متغير وهمي يساوي 1 إذا كانت الشركة تملك قيمة سالبة لـ RE و0 فيما عدا ذلك.
<b>CF/MV</b>	نسبة التدفقات النقدية إلى القيمة السوقية.	المتوسط المتحرك للدخل التشغيلي (قبل طرح الإهلاكات والضرائب والفوائد) مقسوم على القيمة السوقية للشركة.
<b>D<sup>CF/MV+</sup></b>		متغير وهمي يساوي 1 إذا كانت الشركة تملك قيمة موجبة لـ CF/MV و0 فيما عدا ذلك.
<b>D<sup>CF/MV-</sup></b>		متغير وهمي يساوي 1 إذا كانت الشركة تملك قيمة سالبة لـ CF/MV و0 فيما عدا ذلك.
<b>Size</b>	حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لصادق مبيعات الشركة.
<b>NWC</b>	صادق رأسمال العامل	الأصول المتداولة مطروح منها الخصوم المتداولة للشركة.
<b>MB</b>	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	القيمة السوقية مقسومة على القيمة الدفترية لأسهم الشركة ويتم استخدامها للتعبير عن النمو في الشركة
<b>FA</b>	الأصول لثابتة	
<b>Dep</b>	الإهلاكات	
<b>Ce</b>	الإفناق الرأسمالي	التغير في الأصول الثابتة للشركة.

المصدر؛ من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Stata 11

### التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (02) الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة وتشتمل على قيم المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، الحد الأدنى والحد الأقصى لكل متغير. وكما يوضح الجدول فإن متوسط نسبة الرافعة المالية (Lev) للشركات الصناعية الأردنية بلغ تقريبا 31.73% وقد تراوحت هذه النسبة ما بين 0.4% كحد أدنى و97.62% تقريبا كحد أقصى، وهذا يشير إلى الاختلاف بين الشركات في الاعتماد على الديون في تمويلها لاستثماراتها والذي قد يرجع إلى الاختلاف في أحجام الشركات ونسبة النمو فيها، أو ربما ميل بعض الشركات للتمويل عن طريق إصدار الأسهم بدلا من التمويل عن طريق الاقتراض.

جدول رقم (02) الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

Variable	Mean	Std. dev.	Minimum	Maximum
Lev	.31732	.2034	.00443	.9762
Cash	.07467	.10779	.00002	.8118
Div	.2708	.3509	0	.9985
RE	-.04760	.2099	-.96348	.9035
Size	6.7782	.7485	4.3965	8.9278
CF/MV	.03105	.1295	-.5908	.4364
MB	1.3664	0.7952	.1528	4.6572
NWC	.2282	.24693	-.96664	.9874
FA	.4058	.21481	.00388	.9207
Dep	.03633	.02478	.00006	.2172

المصدر؛ من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Stata 11

هذا وقد بلغ متوسط الرصيد النقدي (Cash) للشركات حوالي 7.46% ولقد تراوحت هذه النسبة بين 0.002% و81.18% كحد أقصى، وهذا يدل بوضوح على أن سياسة الاحتفاظ بالنقد تختلف من شركة إلى أخرى بشكل كبير، ربما نتيجة لاختلاف سياسات توزيع الأرباح التي تتبعها الشركات. كما بلغ متوسط نسبة توزيعات الأرباح (Div) للشركات الصناعية محل الدراسة 27.08%، وقد تراوحت هذه النسبة بين 0% كحد أدنى و99.85% كحد أقصى، الأمر الذي يؤكد اتباع الشركات محل الدراسة لسياسات توزيع أرباح مختلفة، ويمكن أن

يرجع هذا إلى حجم الأرباح التي تحققها الشركة، واختلاف قرارات الإدارة فيما إذا كانت ستوزع هذه الأرباح أو تحتجزها لاستخدامها عند الحاجة أو لتسديد التزاماتها بالإضافة إلى طبيعة نشاط الشركة واستراتيجيتها في إدارة أعمالها.

أما متوسط نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي رأس المال (RE) للشركات فقد بلغ (-) 4.76%، وقد تراوحت هذه النسبة ما بين (-) 96.35% و 90.35% كحد أقصى، وهذا يشير إلى التفاوت الكبير والملاحظ في هذه النسبة بين الشركات محل الدراسة. و أما بالنسبة لنسبة التدفقات النقدية إلى القيمة السوقية (CF/MV) فقد بلغت بالمتوسط حوالي 30.05%، وقد تراوحت هذه النسبة بين (-) 59.08% و 43.64% كحد أقصى، وهذا يبين بوضوح التفاوت الكبير جدا في نسبة (CF/MV) بين الشركات محل الدراسة، نتيجة لاختلاف الدخل من العمليات التشغيلية لكل شركة.

وفيما يخص متوسط حجم الشركة (Size)، فقد بلغ 6.77، وتراوح حجم الشركات بين 4.39 كحد أدنى و 8.92 كحد أقصى. مما يعني اختلاف أحجام الشركات محل الدراسة بين الشركات الصغيرة، والكبيرة والمتوسطة. كما بلغ متوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MB) 1.36 وقد تراوحت هذه القيمة ما بين 0.15 كحد أدنى و 4.65 كحد أقصى. وتمثل هذه النسبة مؤشرا على قدرة الشركة على تحقيق عوائد وأرباح أعلى من المعدل السائد في السوق عند نفس مستوى معدل المخاطرة.

### مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج

بهدف التأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، تم احتساب مصفوفة بيرسون للارتباط، وأظهرت نتائج تحليل الارتباط أن العلاقة بين المتغيرات المستقلة منخفضة ولم تتعد أي منها (0.80)، وهذا يعني عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة (Guajarati, 2003). ومما يؤكد هذه النتيجة نتائج معامل اختبار Variance Inflation Factor أو VIF حيث بلغ متوسط معامل VIF لمعادلات النموذج 1.37 الأمر الذي يؤكد عدم وجود مشكلة الارتباط المتعدد.

بالإضافة إلى ذلك تم اختبار صحة الافتراضات الأخرى للانحدار مثل عدم تجانس التباين Heteroscedasticity. وذلك بتطبيق اختبار (Breuch-/Cook Weisberg test)

Pagan، حيث يقوم باختبار الفرضية الصفرية أن تباين أخطاء المتغيرات كلها متساوية، و قد بينت نتائج الاختبار أن بيانات الدراسة لا تعاني من مشكلة عدم تجانس التباين. ومن أجل اختبار المعنوية المشتركة ما بين نسبة التدفقات النقدية السالبة  $(CF/MV.D^{CF/MV-})$  والموجبة  $(CF/MV.DCF/MV)$ ، وكذلك بين نسبة الأرباح المحتجزة السالبة  $(RE.D^{RE-})$  والموجبة  $(RE.D^{RE+})$ . قامت الباحثة بتطبيق اختبار (Wald test) لكل متغيرين على حده. تنص الفرضية الصفرية لهذا الاختبار على أن معاملات المتغيرات المعنية متساوية وتساوي صفراً، أما الفرضية البديلة فتتص على أنه يوجد متغير واحد على الأقل معامل لا يساوي صفر. وقد دلت نتائج الاختبار أن (p-value) لاختبار (F-Test) للمتغيرات أقل من 1%، وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة أي أن هذه المتغيرات ذات معنوية مشتركة ودلالة إحصائية، وعليه لا يتم حذفها من النموذج.

#### نتائج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين

سنتناول فيما يلي النتائج التي تم التوصل إليها من خلال نظام المعادلات الآتية، وذلك بالنسبة لكل معادلة من معادلات النموذج كما يوضحها الجدول رقم (30).

#### جدول رقم (03) نتائج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين

Independent variables (Exogenous)	Dependent variables (Endogenous)	
	Lev	Cash
Cons	-0.1791 (-1.16)	-0.1799* (-2.58)
Lev		-0.9007 (-0.67)
Div	-0.0782* (-2.29)	0.0197 (0.82)
Cash	-2.952 (-0.39)	
RE.D <sup>RE-</sup>	-0.1152* (-2.07)	
RE.D <sup>RE+</sup>	-0.3080* (-3.03)	
Size	0.1194* (3.52)	0.0488* (2.84)
CF/MV. D <sup>CF/MV-</sup>	-0.4704*	

	(-4.38)	
CF/MV. D <sup>CF/MV+</sup>	0.4605* (2.98)	
MB	0.0203 (1.16)	0.2249* (2.59)
NWC	-0.2840 (-1.34)	0.2479* (4.14)
Fa	-0.0325 (-0.70)	
Dep	-0.4824 (-1.17)	
CF/MV		-0.0529 (-0.82)
Ce		-0.0700 (-1.38)

Equation	Observations	Parameters	R-sq	F-stat	P
Lev	455	11	0.4378	28.06	0.0000
Cash	455	7	0.2548	18.52	0.0000

المصدر؛ من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات Stata 11

Endogenous variables: lev, Cash

Exogenous variables: Div, RE.D<sup>RE-</sup>, RE.D<sup>RE+</sup>, Size, MB, NWC,

CF/MV. D<sup>CF/MV-</sup>, CF/MV. D<sup>CF/MV+</sup>, Fa, CF/MV, Ce, Dep

\*, \*\* denote the variables is significant at 1%, 5% level.

المعادلة الأولى؛ بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج للمعادلة الأولى يتضح ما يلي:

✓ وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية (Lev) ونسبة توزيعات الأرباح (Div)، وتعد هذه العلاقة منطقية على اعتبار أن الشركات التي تقوم بتوزيعات أرباح كبيرة تحتفظ بنسبة مديونية منخفضة. وهي نتيجة تتوافق وفرضيات الدراسة، كما تتفق مع دراسة كل من (Byoun,2011) و (John and Mathusamy, 2010).

ويمكن تفسير هذا بأن الشركات التي لديها نسبة مديونية منخفضة، تميل إلى توزيع نسبة كبيرة من أرباحها، من أجل تخفيض تكلفة المعاملات المرتبطة بالتمويل الخارجي، بالإضافة إلى ذلك فإن تفضيل المستثمرين أو العملاء لسياسة توزيع الأرباح يختلف تبعاً لاحتياجاتهم فبعض العملاء قد يفضلون إتباع سياسة توزيع أرباح واسعة على حساب المكاسب التي يحققها رأس المال حسب نظرية أثر الزبون (Clientele Effect Theory). واستناداً إلى دراسة (DeAngelo and DeAngelo, 2006) فإن المستثمرين يفضلون وجود رافعة مالية منخفضة وتوزيعات أرباح عالية حيث أن مثل هذه السياسات تضمن وجود مرونة مالية، وتحد من قصور في القرارات الاستثمارية، وفي الوقت ذاته تقلل من مشكلة الوكالة. كما تشير معظم الدراسات إلى وجود علاقة سالبة بين توزيعات الأرباح والديون، على اعتبار استخدامهما كبديل لتقليل تكاليف الوكالة (John and Mathusamy, 2010) فالشركات ذات التوزيعات المرتفعة ترى الديون أقل جاذبية مقارنة بالتمويل من خلال إصدار الأسهم.

✓ وجود علاقة سالبة بين كل من نسبة الرافعة المالية (Lev) والرصيد النقدي للشركة (Cash)، إلا أن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية وهي نتيجة لا تتفق وفرضيات الدراسة وكذلك لا تتفق مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة.

✓ لاختبار فيما إذا كانت العلاقة بين الرافعة المالية (Lev) وحجم الشركة (Size) علاقة غير خطية، استخدمت الباحثة كلا من حجم الشركة (Size) ومربع حجم الشركة ( $Size^2$ ). وأظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية في هيكل رأس المال وكل من حجم الشركة (Size) ومربع حجم الشركة ( $Size^2$ )، مما ينفي وجود علاقة غير خطية بين حجم الشركة ومديونية الشركة. وبما أن العلاقة بين نسبة المديونية وحجم الشركة غير خطية، قامت الباحثة بإجراء التحليل مرة ثانية لاختبار ماهية العلاقة بين المتغيرين، ولكن هذه المرة مع حذف مربع حجم الشركة ( $Size^2$ ) من المعادلة. وأظهرت النتائج وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية (Lev) وحجم الشركة (Size)، إلا أن هذه النتيجة لا تتفق مع النتيجة التي توصلت إليها دراسة (Byoun, 2011) ودراسة (DeAngelo and DeAngelo, 2006)، حيث توصلت هاتان الدراستان إلى أن العلاقة بين الحجم والرافعة المالية للشركة علاقة غير خطية.



بينما توصلت نتائج الدراسة الحالية إلى وجود علاقة خطية موجبة بين المتغيرين، والتي تدل على أنه كلما زاد حجم الشركة ارتفعت نسبة مديونيتها. وقد تفسر هذه العلاقة الموجبة بأن الشركات الصناعية الكبيرة تكون أكثر قدرة على تنويع استثماراتها، وبالتالي تكون أقل عرضة للإفلاس والعسر المالي. علاوة على ذلك، يمكن النظر إلى هذه العلاقة على أن حجم الشركة يعتبر مؤشراً لاحتمالية فشل الشركة، فينظر للشركات الكبيرة على أنها أقل احتمالاً للفشل من الشركات الصغيرة. وتعتبر نتيجة الدراسة دعماً لنظرية المقايضة. وكذلك فإن شركات السوق المالي الأردني تعتبر جميعها صغيرة من حيث الحجم، وعليه لا يمكن مقارنتها بالشركات في الأسواق العالمية، وبالتالي فإن وجود علاقة خطية نابع من أهمية الملاءة المالية بالنسبة للشركات عند اللجوء إلى القروض.

✓ وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) وبين نسبة الأرباح المحتجزة السالبة ( $RE.D^{RE-}$ )، وكذلك بين الرافعة المالية ونسبة الأرباح المحتجزة الموجبة ( $RE.D^{RE+}$ ). وبالتالي عدم وجود فرق في التأثير على نسبة المديونية بين نسبة الأرباح المحتجزة السالبة أو الموجبة. وهذه النتيجة لا تتفق مع النتائج التي توصلت إليها دراسة (Byoun, 2011) حيث أشارت إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة المديونية ونسبة الأرباح المحتجزة السالبة، وكذلك علاقة سالبة بين نسبة المديونية ونسبة الأرباح المحتجزة الموجبة والتي تعكس العلاقة غير الخطية بين نسبة المديونية والأرباح المحتجزة. وهذا يتفق مع نظرية التدفقات النقدية الحرة (Free Cash Flow Theory) حيث تعتمد المفاضلة ما بين حجز الأرباح والاستدانة على مقدار النقد الحر المتوفر، وهذا الأخير أظهر تقلبات واسعة في هذه الدراسة.

✓ وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) ونسبة التدفقات النقدية الموجبة ( $CF/MV.D^{CF/MV+}$ )، وكذلك وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين (lev) والتدفقات النقدية السالبة ( $CF/MV.D^{CF/MV-}$ ). مما يعني وجود علاقة غير خطية بين التدفقات النقدية ونسبة المديونية، إلا أن هذه النتيجة لا تتفق مع النتيجة التي توصلت إليها دراسة (Byoun, 2011) فيما يخص اتجاه العلاقة.

✓ أظهرت النتائج كذلك أن العلاقة بين معدل النمو (MB) والرافعة المالية (Lev) علاقة موجبة، إلا أن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية. وهذه النتيجة لا تتفق والنتائج التي توصلت

إليها دراسة كل من (John and Mathusamy, 2010) و (Lie, 2005)، كما تتعارض أيضا مع النتائج التي توصلت إليها نظرية الوكالة (Agency theory)، إن مثل هذه النتيجة تظهر عزوف الشركات عن التمويل عن طريق إصدارات الأسهم مقارنة مع التمويل عن طريق الدين وذلك يعود ربما إلى ضعف الملاءة المالية.

✓ كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) وبين صافي رأس المال العامل (NWC) الإهتلاكات (Dep). وكذلك وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية (Lev) وأصول الشركة الثابتة (Fa). ولكن هذه العلاقة السالبة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة للمتغيرات الثلاثة.

**المعادلة الثانية؛** بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج للمعادلة الأولى يتضح ما يلي:

✓ عدم وجود أية علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرصيد النقدي للشركة (Cash) وكل من نسبة المديونية (Lev) وتوزيعات الأرباح (Div)، مما يعني أن حجم الرصيد النقدي الذي تحتفظ به الشركة لا يتأثر بنسب مديونيتها، أو سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها. وهذه النتيجة تتعارض مع الكثير من الدراسات السابقة والتي منها دراسة (DeAngelo and DeAngelo, 2006) و (Byoun, 2011) وكذلك دراسة (Clark, 2009) ودراسة (Lie, 2005)، حيث أجمعت هذه الدراسات أن الرصيد النقدي الذي تقرر الشركة أن تحتفظ به، يؤثر ويتأثر بكل من نسبة المديونية في هيكل التمويل وكذلك سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة، بالرغم من أن الشركات تستخدم الرصيد النقدي الذي يجوزها بشكل رئيسي لتسديد الديون المستحقة، وفي المقابل يمكن أيضا أن تستخدم هذه النقدية لحماية الشركة من التعثر المالي حيث أن الاعتماد على الاقتراض قد يزيد من احتمال إفلاس الشركة.

✓ أما بالنسبة لحجم الشركة (Size)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MB)، وصافي رأس المال العامل (NWC) فقد أظهرت النتائج أن لها تأثيرا موجبا وذا دلالة إحصائية على الرصيد النقدي للشركة، مما يعني أنه كلما كبر حجم الشركة وزادت فرص نموها كلما اتجهت نحو الاحتفاظ برصيد نقدي أكبر. ويمكن أن يفسر العلاقة الموجبة بين الحجم والنقدية، بأن الاحتفاظ برصيد نقدي كبير يمكن الشركة من الاستفادة من وفورات الحجم، أما بالنسبة للعلاقة الموجبة بين الرصيد النقدي ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية فإنها تعود إلى أن الشركات

التي تملك فرص نمو أكثر تهتم أكثر بالنقدية لأنها أكثر تكلفة مما لو كانت الشركة تعاني من القيود المالية. أما بالنسبة لصافي رأس المال العامل فقد وجدت الدراسات السابقة ومنها دراسة (Bates *et al.*, 2006) أن العلاقة بين الرصيد النقدي وصافي رأس المال العامل سالبة، بما أن هذا الأخير يتكون من الأصول المتداولة التي يمكن أن تكون بديلا عن النقد.

✓ وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين الرصيد النقدي للشركة والتدفقات النقدية (CF/MV)، إلا أن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية كما هو الحال بالنسبة للنفقات الرأسمالية (Ce).

#### ملخص نتائج اختبار الفرضيات

نصت الفرضية الفرعية الأولى على وجود علاقة غير خطية بين حجم الشركة والرافعة المالية، أي أن الشركات الصغيرة والكبيرة تحتفظ برافعة مالية منخفضة، أما الشركات المتوسطة فتحتفظ برافعة مالية مرتفعة. وبالاعتماد على نتائج تحليل النموذج تبين أن العلاقة بين حجم الشركة والرافعة المالية علاقة خطية موجبة، وليست علاقة غير خطية، أي أنه كلما كبر حجم الشركة كلما كان ميلها إلى التمويل بالاقتراض أكبر، مما يعني أن الشركات قيد الدراسة تحتفظ بنسب مديونية منخفضة، وتقوم بتوزيع نسبة أرباح كبيرة، نظرا لاعتمادها على التمويل عن طريق إصدار الأسهم، وذلك من أجل الحفاظ على قدرة إضافية للاستدانة في المستقبل عند مواجهة الحالات غير المتوقعة. وهذا يدل على حاجة هذه الشركات الماسة إلى المرونة المالية. فكلما كبر حجم الشركة كلما كان ميلها إلى استخدام القروض في تمويلها لمشاريعها الاستثمارية أكثر، وبالتالي تحتفظ بنسب مديونية أكبر، بالإضافة إلى قيامها بتوزيع أرباح أقل، ويتم هذا عن طريق استخدام قدرتها غير المستغلة على الاستدانة والتي تتمثل في المرونة المالية. وبالتالي سيتم رفض الفرضية الفرعية الأولى. أما بالنسبة للعلاقة بين توزيعات الأرباح والرافعة المالية للشركة، فقد دلت النتائج على وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية. حيث أن الشركات الصغيرة عادة ما تكون أرباحها قليلة، مما يجعلها لا توزع إلا نسبة قليلة من هذه الأرباح، أو لا توزع على الإطلاق في بعض الحالات. وبالتالي تحتفظ بنسبة مديونية منخفضة والعكس بالنسبة للشركات الأخرى، حيث تقوم الشركات الكبيرة بتوزيع نسبة كبيرة من أرباحها وبالمقابل تحتفظ بنسبة مديونية مرتفعة، وهذا يتوافق مع فرضيات الدراسة.

وفيما يخص نسبة الأرباح المحتجزة، فقد بينت نتائج الدراسة أنه لا توجد فروقا في التأثير على الرافعة المالية للشركة بين الأرباح المحتجزة السالبة والموجبة. حيث أنه كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي رأس المال كلما انخفضت نسبة مديونية الشركة، أو بعبارة أخرى كلما كانت الأرباح المحتجزة أكبر كلما كان ميلها إلى التمويل عن طريق الاقتراض أقل. الأمر الذي يؤكد العلاقة العكسية بين المتغيرين. وبالتالي رفض الفرضية المتعلقة بالأرباح المحتجزة.

كما أكدت النتائج العلاقة غير الخطية بين كل من نسبة التدفقات النقدية إلى القيمة السوقية والرافعة المالية التي نصت عليها فرضية الدراسة، إلا أن اتجاه العلاقة لم يكن كما هو متوقع، فنسبة التدفقات النقدية السالبة كان لها تأثير عكسي على نسبة المديونية، أما نسبة التدفقات النقدية الموجبة فكان لها تأثير طردي على نسبة المديونية. وهذا بعكس العلاقة المتوقعة التي تشير إلى أن التدفقات النقدية السالبة تؤثر طرديا على مديونية الشركة، والتدفقات النقدية الموجبة تؤثر عكسيا على مديونية الشركة وبالتالي سيتم رفض هذه الفرضية.

في حين أظهرت نتائج التحليل وجود علاقة عكسية بين الرصيد النقدي والرافعة المالية للشركة، إلا أن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية. كما أظهرت وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة والرصيد النقدي الذي تحتفظ به. وبالتالي سيتم رفض الفرضية المتعلقة بالرصيد النقدي الذي تحتفظ به الشركة.

#### الاستنتاجات

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، استنتجت الباحثة أن العلاقة بين مؤشرات المرونة المالية وقرارات الشركة التمويلية، لا تشكل علاقة غير خطية كما جاء في فرضيات الدراسة، وربما يعود ذلك إلى أنه كلما زاد حجم الشركات الصناعية (كمؤشر من مؤشرات المرونة المالية) وزادت فرص نموها، كلما قل اهتمامها بالمرونة المالية عند اتخاذ قرارات هيكل التمويل. كما استنتجت الباحثة أن الشركات في السوق المالي الأردني تميل إلى استخدام الدين أكثر كلما زاد حجمها وزادت فرص نموها، بدلا من الاعتماد على التمويل عن طريق إصدارات الأسهم الجديدة. بالإضافة إلى ذلك فإنه كلما كبرت الشركة كلما كان ميلها لاحتجاز الأرباح وكذلك توزيعها أقل. وبالتالي نستخلص أن العلاقة بين نسبة المديونية في هيكل التمويل وبين مؤشرات المرونة المالية

المتثلة في حجم الشركة، نسبة الأرباح المحتجزة، ونسبة توزيعات الأرباح والرصيد النقدي للشركة تمثل علاقة خطية يختلف اتجاهها من متغير لآخر.

### التوصيات

بناء على نتائج الدراسة تقترح الباحثة بعضا من التوصيات التي ترى أنها قد تسهم في حل مشاكل التمويل، وبالتالي تمكين الشركات من الاستفادة من الفرص الاستثمارية باستخدام المرونة المالية كأداة لذلك، وهذا من شأنه الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل والذي يسهم في تعظيم ثروة المالكين، وهذه التوصيات هي كما يلي:

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

✓ على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي إدراك أهمية الرصيد النقدي الذي تحتفظ به في تحديد قراراتها التمويلية، وبالتالي يجب إعطاؤه أهمية أكبر عند اختيار مصادر التمويل سواء عن طريق حقوق الملكية أو الاستدانة.

### قائمة المراجع

- Arslan, Ozgur. Florackis, Chrisostomos. Ozkan, Aydin. 2011. "Financial Flexibility, Corporate Investment and Performance." Available at:<http://ssrn.com/abstract=1234682>.
- Bancel, F. and Mitto, U.R., 2004. "Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey Of European Firms." *Financial Management*. 33, 130-132.
- Bancel, Frank. Mitto, Usha, R. 2010. "Financial Flexibility and the Global Financial Crisis Evidence from France." *International journal of managerial finance*. 7 (2): 179.216.
- Bates, T., Kahle, K. and Stulz R. 2009. "Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?" *The Journal of Finance*. LXIV (5), October.
- Bolton, P., and X. Feixas. 2000. "Equity, Bonds, and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information." *Journal of Political Economy*. 108, 324-351.
- Byoun, S. 2011. "Financial Flexibility and Capital Structure Decision." Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108850>.
- Clark, B .2010."The Impact of Financial Flexibility on Capital Structure Decisions: Some Empirical Evidence." available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108850>.
- Daniel, Naveen D. Denis, David J. Naveen, Lalitha. 2010. "Sources of Financial Flexibility: Evidence from Cash Flow Shortfalls." Available at: <http://ssrn.com/abstract=969792>.

- DeAngelo, H. and DeAngelo, L. 2006. "Capital Structure, Payout Policy, and Financial Flexibility." *Marshall School of Business Working Paper*. No. FBE: 02-06. available at SSRN : <http://ssrn.com/abstract=916093>.
- DeAngelo, H, DeAngelo, L and Stulz, René. M. 2007. "Fundamentals, Market Timing and Seasoned Equity Offerings." National Bureau of Economics Research working paper 13285.
- Denis, David J. Mckeon, Stephen B. 2010. "Debt Financing and Financial Flexibility Evidence from Pro-active Leverage Increases." Available at: <http://ssrn.com/abstract=1361171>.
- Diamond, Douglas, W. 1991. "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt." *Journal of Political Economy*. 99 (4): 689-721.
- Ferrando, Annalisa. Marchica, Maria Teresa. Mura, Roberto. 2013. "Financial Flexibility Across The Euro Area And UK". Available at: <http://ssrn.com/abstract=2246581>.
- Ferreira, Miguel. A. and Vilela, Antonio S. 2004. "Why Do Firms Hold Cash Evidence From EMU Countries?" *European Financial Management*. 10 (2): 295-319.
- Gamba, Andrea. Triantis, Alexander j. 2008. "The Value of Financial Flexibility." *Journal of Finance*. 58, 2263-2296, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=677086>.
- Graham, John R. Harvey, Campbell R. 2001. "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field." *Journal of Financial Economics*. 61, 187-243.
- Gujarati, Damodar N. 2003. "Essentials of Econometrics." Fourth Edition, McGraw-Hill Irwin, United States. P: 254.
- John, S. Franklin. Mathusamy, K. 2010. "Leverage, Growth and Profitability as Determinants of Dividends Payout Ratio Evidence from Indian Paper Industry." *Journal of Business Management Studies*. 1(1): 26-30.
- Lambrinoudakis, Costas. Neumann, Michael. Skiadopoulos, George. 2014. Capital structure and financial flexibility: Expectations of future shocks. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2498481>
- Lie, E., 2005. "Financial Flexibility, Performance, and The Corporate Payout Choice." *Journal of Business*. 78, 1-23.
- Marchica, M., and Mura. R. 2010. "Financial Flexibility, Investment Ability and Firm Value: Evidence from Firms with Spare Debt Capacity." *Financial Management*. 39 (4): 1339-1365.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller. 1958. "The cost of capital. Corporation Finance and Theory investment." *The American Economic Review*. (June). 48 (3).
- Modigliani, Franco and Merton, H. Miller. 1963. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: Correction." *The American Economic Review*. 3, 433-443.
- Singh, K., and Hodder, J. E .2000. "Multinational Capital Structure and Financial Flexibility." *Journal of International Money and Finance*. 19, 853-884.