مدى تأثير المرونة المالية للمؤسسة في الــرفع من قد رتها على الاستثمار

د راسة لعينة من المؤسسات الصناعية

أ. أسمـــاء بلعلمي، جامعة باتنة 1 الحاج لخضر

تاريخ الاستلام:16-05-2019 تاريخ القبول:05-07-2019 تاريخ النشر: 31-07-2019

الملخص

يتمثل هدف هذه الدراسة في تحديد الدور الذي تلعبه المرونة المالية في الرفع من قدرة المؤسسة على الاستثمار، وهذا باستخدام عينة واسعة تكونت من 280 شركة صناعية في الفترة 2010-2014، ومن أجل اختبار ما إذا كانت المرونة المالية لها أي تأثير على القدرة الاستثمارية للشركات محل الدراسة. تم استخدام نموذج الاستثمار المعزز بالمتغير الوهمي للمرونة المالية بالإضافة الى التفاعل بين هذا المتغير الوهمي ونسبة التدفق النقدي للشركة. وتبين لنا من خلال النتائج أن وضع المرونة المالية في الواقع ليس له أي تأثير على القدرة الاستثمارية للمؤسسات محل الدراسة. كما توصلت الدراسة إلى أن تباين قيمة المرونة المالية بين المؤسسات ليس له علاقة بقدرة المؤسسة على الاستثمار. أي ان هذه المؤسسات سواء كانت صغيرة أو كبيرة لن تتأثر سياستها الاستثمارية بمدى اتباعها لسياسة رفع مالي متحفظة على عكس ما كان متوقع.

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

Abstract

The main objective of this study is to determine the role of financial flexibility in increasing the companies' ability to invest, using an extensive sample from 280 industrial companies listed in seven financial markets for the period 2010-2014. To test whether financial flexibility has any impact on investment ability, we use the investment model enhanced by the interaction between financial flexibility dummy variable and cash flow. The results show that financial flexibility does not have any impact on the investment ability of companies. The results also show that the difference in the value of financial flexibility between

companies has nothing to do with the ability of these companies to invest. In other words, these institutions, whether small or large, will not be affected by their investment policy to the extent that they follow a conservative monetary policy, contrary to what was expected.

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

المقدمة

قد تلقت المرونة المالية اهتماما كبيرا من طرف الباحثين والأكاديميين، والذين أظهروا أن العامل الأساسي الذي يؤثر على القرارات التمويلية في الشركة هو رغبة المديرين في الاحتفاظ بالمرونة المالية (Graham and Harvey, 2001). وبالتالي أصبحت المرونة المالية في مرتبة أعلى مما كانت تتنبأ به النظريات المالية، وتحولت تدريجيا إلى محط اهتمام العديد من الدراسات النظرية والتطبيقية. باعتبارها تعبر عن قدرة الشركة على التحكم بمصادر التمويل استجابة للاختلالات غير المتوقعة في التدفقات النقدية والاستثمارات المتاحة (Bancel and Mitto, 2010). أي أن المرونة المالية تمثل قدرة الشركة على الاستجابة بفعالية للمخاطر غير المتوقعة للتدفقات النقدية أو الفرص الاستثمارية.

واعتمادا على تعريفها، تلعب المرونة المالية دور هام في تفسير بعض مشاكل التمويل في الشركات. ففي نظر بعض الباحثين، إن المرونة المالية تبرز كقوة مهيمنة تتحكم في قرارات الرفع المالي في الشركة. فوفقا ل (De Angelo and De Angelo, 2006) المرونة المالية هي الحلقة المفقودة في نظريات هيكل رأس المال. فمثلا عند الأخذ بعين الاعتبار تكاليف الوكالة عند القيام بالاستثمار، فإن الباحثين ينظرون للمرونة المالية على أنها وسيلة للتخفيف من حدة الصراع بين الوكلاء. بالإضافة إلى ذلك فإنه يمكن تعزيز قيمة الشركة من خلال تغيير مستوى الرافعة المالية استجابة لتغيرات السوق أو الظروف الفردية، وبالتالي التخفيف من معوقات الاستثمار. كما يمكن للمرونة المالية أن ترفع من قيمة الخيارات الحقيقية حيث أنها تحسن من قدرة الإدارة على استغلال فرص النمو. وبالتالي يمكن للمرونة المالية ومكوناتها أن ترتبط بنشاطات الشركة الاستثمارية.

وبالتالي فان هذه الدراسة تركز على المرونة المالية المتأتات من خلال إتباع سياسة رافعة مالية متحفظة. حيث أن المرونة المالية هي التي تقود قرارات الشركة التمويلية (Graham and Harvey, 2001)، فالشركات تعمد إلى تطبيق سياسة رفع مالي متحفظة للحفاظ على الاحتياطات الكبيرة من القدرة غير المستغلة للاقتراض، والتي تسمح لها فيما بعد من الوصول إلى أسواق رأس المال عند حدوث مشاكل تعيق من فرصها الاستثمارية. وبالتالي فإن قيمة كون الشركة تتمتع بمرونة مالية ترتبط مباشرة بقدرتها على تنفيذ مشاريع استثمارية جديدة: حيث أنه كلما ارتفعت نسبة الاستثمارات التي تقوم بها الشركات التي تتمتع بمرونة مالية؛ كلما ارتفعت قيمة المرونة المالية لتلك الشركات. علاوة على ذلك، ينبغي أن تكون قيمة المرونة المالية أكبر في حالة ما إذا كانت الشركة تتوقع مواجهة المعلومات غير المتماثلة، مما يسمح للشركات بتنفيذ استثمارات أكثر (Ferrando et al., 2013). كما أنه في إطار سوق رأس مال متكامل، فإن الشركات بإمكانها دائما أن تستثمر في المستوى الأمثل لها (Optimum Level)، كما بإمكانها ضبط هيكلها التمويلي لمواجهة أية تغيرات غير متوقعة في السيولة وفرص النمو. ومع ذلك، فإن توفر الشركة على مرونة مالية ذو أهمية كبيرة لها. فهي ترتبط بقدرة الشركة على القيام بالاستثمار في المستقبل عندما تحد كل من مخاطر الاستثمار المستقبلية وعدم تماثل المعلومات من استغلال فرص الاستثمار المربحة للشركات.

ومن هذا المنطلق حاولت الدراسة الحالية الربط بين المرونة المالية للشركة وقدرتها على الاستثمار. وذلك بهدف معرفة فيما إذا كانت الفائدة التي تعود على الشركة انطلاقا من كونها تتمتع بدرجة من المرونة المالية تتغير فيما بين الشركات والدول. بعبارة أخرى معرفة ماهية الشركات التي تستفيد أكثر من كونها شركات تتمتع بمرونة مالية. ويمكن تجسيد هذه العلاقة من خلال السؤال التالي:

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

وللوصول إلى الهدف الرئيسي للدراسة فقد تم وضع الفرضيات التالية:

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

أولا: مفاهيم حول المرونة المالية

تعبر المرونة المالية عن قدرة الشركة على إعادة هيكلة رأسمالها بتكاليف منخفضة، أو القدرة غير المستغلة على الاستدانة. فالشركات التي تتمتع بالمرونة المالية تكون أكثر قدرة على مواجهة التعثر المالي من الشركات الأخرى، وبالتالي تعتمد المرونة المالية على تكاليف التمويل الخارجية التي تعكس بعض خصائص الشركة مثل الحجم، كما تعتبر كذلك نتيجة للقرارات الاستراتيجية للشركة التي ترتبط بهيكل رأس المال والسيولة والاستثمار (Gamba and Triantis, 2006).

وربط الباحثون مستوى القدرة على الاستدانة باحتمال وجود تصنيفات الديون، ولكن ما يؤخذ على هذا الاجراء أنه لا يأخذ بعين الاعتبار المعلومات احتياجات التمويل المتوقعة والتوزيع المحتمل لمخاطر الاستثمار، الأمر الذي يعتبر عامل مهم في تحديد قيمة المرونة المالية (Gamba and Triantis, 2008). (DeAngelo, et al, 2010)وبالتالي لحل هذه المشكلة يستخدم القيمة الحدية للنقد كمؤشر للقيمة الحدية للمرونة المالية، وتعتمد هذه الفكرة على تقدير القيمة السوقية لحقوق المساهمين بالنسبة للتغيرات في الموجودات النقدية من أجل تقدير حساسية قيمة الأسهم بالنسبة للتغيرات في الموجودات النقدية. ومن فوائد هذه الطريقة أنها تعطي معلومات كافية حول العوامل التي يمكن أن تؤثر على قيمة المرونة المالية (Gamba and Triantis, 2008). سواء كان الاحتفاظ بالموجودات النقدية بدافع المضاربة أو بدافع الوقاية؛ فإنه يعتمد على طبيعة الاستثمار ومخاطر التدفقات النقدية في الشركة. وبافتراض ثبات العوامل الأخرى، فإن الشركات التي تواجه مخاطر الاستثمار ينبغي أن يكون لها قيمة حدية أعلى من النقد. أما بالنسبة للاحتفاظ بالنقدية بدافع المعاملات؛ فتشير إلى أن الشركات تحتفظ بالأرصدة النقدية لتجنب التكاليف المرتبطة بالوصول إلى الأسواق المالية الخارجية. وفيما يتعلق بالمرونة المالية فإن ارتفاع تكلفة رأس المال تقلل من قدرة الشركة على الاقتراض من الأسواق الخارجية وبالتالي يجعل الشركة أقل مرونة مما ينبغي أن تزيد من القيمة الحدية للمرونة المالية. (Clark, 2010).

من الناحية النظرية، يكون لدى الشركات عدة مصادر للمرونة المالية، والتي من شأنها أن تسمح لها بإدارة العجز في النقدية دون التقليل من توزيعات الأرباح أو الاستثمار. على سبيل المثال، قامت العديد من الدراسات بتحليل محددات الموجودات النقدية (Cash Holdings) وبينت بأن الشركات التي يكون لديها ارتفاع في التدفقات النقدية وتكاليف التمويل الخارجي تحتفظ بأرصدة

نقدية أعلى. وبالتالي فان هذه الشركات يمكن أن تتجنب خفض توزيعات أرباح الأسهم والاستثمار عندما تواجه عجزا في النقدية، إلا أن هذا الافتراض قد يقلل من الاستثمار. ومع ذلك فإنها لا تؤكد إذا كان هذا صحيحا (Daniel. et al, 2010). ومع ذلك، يفترض (DeAngelo and DeAngelo, 2006) بأن الحفاظ على الأرصدة النقدية العالية يمثل إشكالية لأن هذه الأرصدة تزيد من تكاليف الوكالة المتوقعة. ويمكن أن تلجأ الشركة لمصادر أخرى محتملة للمرونة المالية مثل بيع الأصول، فالشركة التي تواجه عجزا في النقدية قد تتجنب توزيع الأرباح وخفض الاستثمار عن طريق

بيع الأصول. كما يمكن للشركة أن تحافظ على المرونة المالية أيضا من خلال الحفاظ على قدرتها غير المستغلة على الاقتراض. حيث يرى (DeAngelo, DeAngelo, 2006) أن الشركات يجب أن تحافظ على مستويات منخفضة من الرافعة المالية وذلك للحفاظ على القدرة على الاقتراض عندما تواجه احتياجات رأس المال غير المتوقعة.

نظرة عامة على النظريات المرتبطة بالمرونة المالية

توصلت بعض الدراسات الحديثة كدراسة (Hack Barth *et al.*, 2007)، إلى أن نظرية المقايضة كافية لتفسير هيكل رأس المال للشركات الضعيفة، وذلك باعتمادها على القروض البنكية حصريا. في حين تعتمد الشركات القوية على القروض البنكية، وعلى سوق رأس المال، مع أولوية الاعتماد على القروض البنكية. الا أن هذه النظرية قد فسرت جزءا صغيرا من السلوك الفعلي لهيكل رأس المال، يضاف إلى ذلك أن الدراسات التطبيقية لا تعطي اسنادا قويا لنظرية المقايضة، فالكثير من الشركات الناجحة تستخدم المديونية بشكل منخفض، وهذا يتناقض مع افتراضات نظرية المقايضة. بالإضافة إلى انها لم تأخذ بعين الاعتبار المرونة المالية، على الرغم من أن تكلفة العسر المالي لها علاقة بعدم تماثل المعلومات. فالتكاليف المتعلقة بالعسر المالي ناجمة عن عدم قدرة الشركة على الالتزام بالإيفاء بالالتزامات المالية المستحقة للدائنين، وبالتالي يتعذر حصولها على رأس المال بشروط ميسرة يقبل بها المديرون والمساهمون. وفي حال توفر معلومات متماثلة لدى حملة الأسهم والإدارة عن قيمة الأسهم الحالية أو المستقبلية، فإن ذلك يمكن الإدارة من إعادة هيكلة رأسمال الشركة من خلال استبدال الدين بأسهم عادية وذلك للحد من التكاليف الناتجة عن العسر المالي. كما أن تماثل المعلومات بين المستثمرين والإدارة يؤدي إلى تقييم متماثل لقيمة الأسهم التي تصدرها الشركة، وبالتالي

يكون اللجوء إلى عملية إصدار الأسهم عملية مجدية لتقليل نسبة الدين في هيكل التمويل، مما يؤدي إلى تقليل تكاليف العسر المالي. ولكن عدم تماثل المعلومات المتوفرة قد يؤدي إلى زيادة هذه التكاليف، وبالتالي يجعل من أهمية وجود المرونة المالية سببا في تقليل هذه التكاليف، حيث تسمح هذه المرونة للشركة بتغيير هيكل التمويل. إن عملية الربط ما بين المرونة المالية وعدم تماثل المعلومات من جهة، وتكاليف العسر المالي من جهة أخرى، أدى إلى قصور في نظريات العسر المالي، وفي إدراك الإدارة لأهمية المرونة المالية، والتي تسمح بالتخلص من تكاليف التمويل الناجمة عن مشاكل في عملية التقييم . (DeAngelo and DeAngelo, 2006)

أما نظرية ترتيب أولويات التمويلPecking Order Theory تشير إلى عدم وجود نسب مديونية مستهدفة، على عكس نظرية المقايضة. كما أنها لا تسهم في تفسير أثر الضرائب والتعثر المالي وتكاليف الوكالة على هيكل رأس مال الشركة، كما أنها تتجاهل المشكلة التي تنشأ عن قيام المديرين بتجميع الأصول السائلة والتي تسهم كحصانة ومناعة لانضباط السوق. بالإضافة إلى أنها تهمل فرص الاستثمار المتاحة التي تفوق هيكل رأس مال الشركة الفعلي، ولهذا فإن نظرية ترتيب أولوية التمويل تعد نظرية مكملة لنظرية المقايضة بدلا من أن تكون جزءا منها (DeAngelo and DeAngelo, 2006) . كما إن هيكل التدرج في التمويل المقترح من قبل هذه النظرية هو تدرج عكسي بالنسبة للشركات في مرحلة النمو، وذلك بسبب المرونة المالية. كذلك فإن العلاقة العكسية ما بين الربحية والدين تعكس استخدام نسبة دين منخفضة من طرف الشركات المكتملة النمو (الناضجة)، الأمر الذي يوفر لديها احتياطا نقديا. وبالتالي تكون هذه الشركات في مرحلة إعادة تشكيل المرونة المالية(Byoun, 2011) . كما يرى كل من (Lemmon and Zender, 2004)أن مصدري الأسهم لا يقومون بإصدار الدين، بسبب الخوف من العسر المالي أو قصور التمويل. وهذا بحد ذاته يعزز قيمة الحفاظ على التمويل من أجل الاستثمارات المستقبلية، ومحاولة تفادي العسر المالي عند اختبار نظرية التدرج في التمويل.

ثانيا: المرونة المالية والقدرة على الاستثمار

من هذا المنطلق، ركزت الكثير من الدراسات الحديثة على اثنين من الخلافات الأساسية؛ تكاليف الوكالة والمعلومات غير المتماثلة. في ظل تكاليف الوكالة، يرى (Jensen, 1986) أن المديرين يميلون إلى المبالغة في الاستثمار لتجنب سوء استخدام التدفق النقدي الحر، عن طريق

استخدامه في توزيع الأرباح وإعادة شراء الأسهم. ومع ذلك، يشير الى أن مدفوعات الديون هي أداة التزام أفضل من توزيعات الأرباح لأن تسديد الديون هو التزام تعاقدي في حين يمكن تخفيض الأرباح وفقا لتقدير المديرين. أما في ظل المعلومات غير المتماثلة، يرى (Myers and Majluf 1984) أن المديرين الذين يعملون لمصلحة المساهمين الحاليين يميلون إلى تجنب اصدار الأسهم في حالة تقييم أسعار أسهم الشركة بأقل من قيمتها. مما يحتم على السوق أن تقوم بخصم اصدارات الشركة من الاسهم، والذي يمكن أن يؤدي في بعض الأحيان إلى نقص استثمارات الشركة. وبالتالي زيادة تكلفة رأس المال الخارجي مقارنة برأس المال الداخلي. فتضطر الشركات إلى تقليص الاستثمار لمواجهة العجز في النقد لأن تكلفة التمويل الخارجي مرتفعة جدا. ومع ذلك فإن الشركات التي تتبع سياسة توزيع الأرباح تكون أقل عرضة للقيود المالية من الشركات الأخرى. ويستند هذا الافتراض على فكرة أن الشركات التي تقوم بدفع تعويضات عالية تتمتع بتحصيل أرباح كبيرة يمكن استخدامها لتمويل الفرص الاستثمارية المربحة. وهكذا، كما في حالة الأسواق المثالية، فإن أي مخاطر للتدفقات النقدية ستؤثر على توزيعات الأرباح، لكنها لن تؤثر على مستويات الاستثمار إلا إذا كانت المخاطر كبيرة بحيث لا يمكن تغطيتها عن طريق خفض توزيع الأرباح إلى الصفر. وبالتالي فان ميزة المعلومات التي يتمتع بها المديرون تسمح لهم ببيع الأوراق المالية بأسعار أعلى من القيمة الذاتية التي يتصورونها، إلا أن (Jensen; 1986) يرى أن نفس الميزة تمكن المديرين من الإفراط في الاحتفاظ بالموارد لتمويل قرارات المصلحة الذاتية.

كما يرى (Myers and Majluf, 1984) أن الشركات تحتفظ بأرصدة نقدية كبيرة لتجنب الاضطرار إلى رفع رأس المال الخارجي لأن الأرصدة النقدية تمنحها مزايا المرونة المالية ولكن لا يترتب عليها تكاليف الوكالة. أما(Jensen; 1986) ، فيرى أن الشركات يجب أن تحتفظ بالحد الأدنى من الأرصدة النقدية فقط لأن الفائض في الأرصدة النقدية قد يرفع من تكاليف الوكالة بدون أن يوفر أي منافع للمرونة. بينما في تحليل (De Angelo, 2007) فان الاحتفاظ بالأرصدة النقدية يحمل الشركة تكاليف الوكالة وفي نفس الوقت يمنحها منافع المرونة المالية، وبالتالي فان تراكم النقدية لم يعد مفيدا والمستثمرون سوف يضغطون على الشركة للحد من الأرصدة النقدية للتخفيض من تكاليف الوكالة، بينما تشجع أيضا المدراء للحفاظ على احتياطاتهم النقدية الكافية لتمويل احتياجات رأس المال غير متوقعة والتي قد تنشأ في المستقبل.

وفقا ل (Denis, 2011) فإن المرونة المالية تشير إلى قدرة الشركة على الاستجابة للتغيرات غير متوقعة في التدفقات النقدية أو الفرص الاستثمارية في الوقت المناسب. فعلى سبيل المثال يظهر (Denis and McKeon, 2012) أن الشركات تحتفظ بنسبة رافعة مالية أقل ما تنبأت به نظرية المبادلة، لتكون قادرة على تلبية الاحتياجات الاستثمارية عند ظهورها. فالشركات التي تملك فرص استثمارية أكبر تميل عند دفع النقد للمساهمين إلى الاعتماد أكثر على عمليات اعادة شراء الاسهم، والتي تتسم بالمرونة أكثر من توزيعات الأرباح. ومع ذلك، فيمكن للشركة أن تبني المرونة المالية من خلال تمويل الاحتياجات قصيرة الأجل (Fairhurst, 2013). وبالرغم من أن استخدام الموجودات النقدية لتلبية احتياجات التمويل قصير الأجل يجنب المؤسسة تكاليف الإصدار الكامنة في استخدام الدين، إلا أن هذه الموجودات النقدية كذلك تعرض الشركات للتكاليف الناتجة عن الاحتفاظ بالفائض النقدي. وبالتالي من أجل تقليل تكاليف التمويل، يصبح من غير الواضح للمديرين أي مصدر لرأس المال هو أفضل لمواجهة احتياجات التمويل في المدى القصير(Fairhurst, 2013) .

ثالثا: تحليل البيانات ومناقشة النتائج

اشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية: السوق المالية السعودية (تداول) ، سوق عمّان المالي، سوق الكويت للأوراق المالية، البورصة المصرية، سوق العراق للأوراق المالية، سوق الامارات للأوراق المالية؛ وتضم: سوق دبي للأوراق المالية وسوق أبو ظبي للأوراق المالية، بورصة قطر) وذلك للفترة (2014-2010)، وبالتالي بلغ عدد الشركات الصناعية في هذه الاسواق المالية حوالي 304 شركة، لكن نظرا لعدم توفر البيانات لبعض الشركات وتعذر الحصول عليها، فقد تقلص حجم العينة إلى 280 شركة. ولتقدير سلوك الشركة؛ كخطوة أولى قمنا بتعريف الشركات التي تتمتع برافعة مالية معتدلة باستخدام النموذج التالي:

$$Size_{i;t} + \beta_1 Prof_i + \beta_2 Cash_{i;t} + \beta_3 Lev_{i;t-1} Lev_{i;t} = \beta_0$$
$$\beta_6 Tang_{i;t} + \varepsilon + \beta_5 Dep_{i;t} +$$

وبناء على هذا النموذج سيتم حساب معدل الرافعة المالية المتوقع لكل مؤسسة ضمن عينة البحث، ثم نقوم بمقارنة هذه القيم المتوقعة بالقيم الحقيقية، وكنتيجة تعرف الشركة على أنها ذات رافعة

مالية منخفضة إذا كانت تظهر انحراف سلبي بين الرافعة المالية الفعلية والمتوقعة) وهذه الانحرافات تعبر على أثر المرونة المالية) . كما ستستخدم الدراسة نموذج للاستثمار، والذي يشمل كل من الانفاق الرأسمالي؛ نمو المبيعات والتدفقات النقدية في بداية السنة، إضافة إلى المتغير الوهمي للمرونة المالية (FF)، ويتم استعمال التداخل أو التفاعل بين هذا المتغير الوهمي والتدفقات النقدية لاختبار فيما إذا كانت الشركات المرنة ماليا تملك القدرة لتعزيز استثماراتها. ولهذا الغرض سيتم تقدير نموذج الاستثمار التالي على كامل عينة الدراسة:

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

يتكون نموذج الدراسة من مجموعة من المتغيرات، وسيتم تلخيصها في الجدول:

جدول رقم (1) ملخص لمتغيرات الدراسة وطرق حسابها

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

المصدر: من اعداد الباحثة

لتحقيق أهداف الدراسة، استخدمت الباحثة أساليب التحليل الإحصائي لتقدير معادلات النموذج التي تتلاءم ونوع البيانات المستخدمة في هذه الدراسة، إذ تم الاعتماد على ما يعرف بالبيانات المدمجة (Panel Data Analysis). ويتميز هذا الأسلوب بأنه يأخذ بعين الاعتبار أثر العوامل الفردية، وعامل الزمن عند تقدير معادلات الانحدار.

نتائج تحليل نموذج الرافعة المالية: تقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة

تم التوصل إلى النتائج باستخدام طريقة الانحدار الخطي (Fixed/ Random Effect model)، وذلك بالنسبة لكل سوق مالي على حدى. وتم الاعتماد على اختبار هوسمان (Hausman test) لاختيار الطريقة الانسب لتقدير النموذج.

نتائج الانحدار للشركات السعودية: بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي (جدول رقم2):

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

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

جدول رقم (2) نتائج الانحدار للشركات السعودية

Fixed-effects (within) regression R-sq: 0.5293 Number of Obs 360		Number of groups 72 F(9.279) 2.14 Prob > F 0.0267	
Lev	**Coef.**	**T**	**P>t**
Levt-1	.1844406	3.22	0.001
Prof	-.0485887	-0.69	0.491
Cash	-.0156196	-0.24	0.807
Size	-.003435	-0.05	0.963
Dep	.0286179	0.36	0.718
Tang	.0773467	2.10	0.036
Tax	.0794003	-0.78	0.438
age	-.1148943	0.74	0.460
Sales	-.0227253	0.23	0.818
Cons	.2394297	0.23	0.814

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات stata 11

نتائج الانحدار للشركات الأردنية: بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي (جدول رقم 3):

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية (Lev) ونسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1).
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) ونسبة الربحية في الشركات الاردنية (Prof).

جدول رقم (3) نتائج الانحدار للشركات الاردنية

Fixed-effects (within) regression		Number of groups	66
R-sq:	0.7491	F(9,254)	10.67
Number of Obs	330	Prob > F	0.0000
Lev	**Coef.**	**T**	**P>t**
Levt-1	.4711517	7.21	0.000
Prof	-.2328455	-4.79	0.000
Cash	.0832342	0.93	0.355
Size	-.0432233	-0.27	0.791
Dep	-.0099089	-0.05	0.958
Tang	.0863697	1.35	0.177
Tax	.612418	1.02	0.310
age	.0550695	1.51	0.133
Sales	.0201662	1.23	0.222
Cons	.4681189	0.20	0.838

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات stata 11

- كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) وبين كل من حجم الشركة (Size) والإهتلاكات (Dep)، وكذلك وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (Lev) وكل من الرصيد النقدي (Cash)، ومعدل الضريبة (Tax) والمبيعات (Sales). ولكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع هذه المتغيرات.

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

نتائج الانحدار للشركات الكويتية: بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي (جدول رقم 4):

- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية (Lev) ونسبة الرافعة المالية للسنة السابقة (Levt-1) ومعدل الضريبة (Tax).

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) ونسبة الربحية في الشركات الاردنية (Prof).
- أما فيما يخص باقي المتغيرات، فقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين كل من الرافعة المالية للشركة (Lev) وبين كل من حجم الشركة (Size) والرصيد النقدي (Cash)، وكذلك وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية (Lev) وكل من الإهتلاكات (Dep)، والمبيعات (Sales). ولكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع هذه المتغيرات.

بناء على هذه النتائج سيتم تقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة (E-Lev) بناء على نسبة الرافعة المالية للسنة السابقة(Levt-1) ونسبة الربحية (Prof)، بالإضافة إلى معدل الضريبة (Tax).

جدول رقم (4) نتائج الانحدار للشركات الكويتية

Fixed-effects (within) regression		Number of groups	54
R-sq:	0.7949	F(9,206)	8.52
Number of Obs	270	Prob > F	0.0000
Lev	**Coef.**	**T**	**P>t**
Levt-1	.4521617	7.77	0.000
Prof	-.2058641	-2.37	0.019
Cash	-.1571955	-1.26	0.211
Size	.1021547	0.77	0.444
Dep	.2936451	1.26	0.210
Tang	-.0672539	-0.93	0.353
Tax	2.20328	1.81	0.071
age	.0621361	1.06	0.290
Sales	.020929	1.22	0.224
Cons	-.3130966	-0.72	0.475

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات stata 11

نتائج الانحدار للشركات المصرية: بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي (جدول رقم 5):

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

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

جدول رقم (5) نتائج الانحدار للشركات المصرية

Fixed-effects (within) regression		Number of groups	29
R-sq: 0.7267		F(9,107)	12.70
Number of Obs 145		Prob > F	0.0000
Lev	**Coef.**	**T**	**P>t**
Levt-1	.6220245	7.52	0.000
Prof	-.1037381	-0.87	0.387
Cash	-.0001768	-0.00	0.999
Size	.8941805	0.90	0.371
Dep	.3120979	0.46	0.650
Tang	.1430634	2.05	0.043
Tax	.0014548	0.00	0.997
age	.0967737	1.01	0.313
Sales	-.0215114	-0.95	0.346
Cons	-2.918057	-0.97	0.335

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات stata 11

نتائج الانحدار للشركات العراقية: بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي (جدول رقم 6):

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

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

جدول رقم (6) نتائج الانحدار للشركات العراقية

Fixed-effects (within) regression		Number of groups	23
R-sq: 0.4464		F(9,204)	8.68
Number of Obs	115	Prob > chi2	0.0000
Lev	**Coef.**	**T**	**P>t**
Levt-1	.556196	5.94	0.000
Prof	-.1890162	-2.19	0.028
Cash	-.1106001	-1.12	0.264
Size	.0162191	0.21	0.835
Dep	.0540992	0.21	0.836
Tang	-.0980823	-1.19	0.235
Tax	3.366147	1.45	0.147
age	.0605592	1.23	0.218
Sales	-.0058133	-0.15	0.878
Cons	-.1131416	-0.43	0.670

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات stata 11

نتائج الانحدار للشركات الإماراتية: بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي (جدول رقم 7):

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

بناء على هذه النتائج سيتم تقدير معدل الرافعة المالية المتوقعة (E-Lev) بناء على نسبة الرافعة المالية للسنة السابقة(Levt-1) ونسبة الربحية (Prof)، بالإضافة إلى نسبة الملموسية في الشركة (Tang).

جدول رقم (7) نتائج الانحدار للشركات الاماراتية

Fixed-effects (within) regression		Number of groups	21
R-sq: 0.4331		F(9,75)	6.37
Number of Obs 105		Prob > F	0.0000
Lev	**Coef.**	**T**	**P>t**
Levt-1	.3711534	3.36	0.001
Prof	-.4999135	-4.04	0.000
Cash	-.1531188	-0.95	0.343
Size	-.0146067	-0.02	0.984
Dep	.0336989	0.18	0.855
Tang	.3549176	1.85	0.068
Tax	-18.36147	-0.96	0.342
age	.0335847	0.28	0.781
Sales	.0261997	0.88	0.380
Cons	.0216522	0.01	0.992

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات stata 11

نتائج الانحدار للشركات القطرية: بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي (جدول رقم 8):

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

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

جدول رقم (8) نتائج الانحدار للشركات القطرية

Fixed-effects (within) regression		Number of groups	16
R-sq: 0.2594		F(9,55)	2.14
Number of Obs 80		Prob > F	0.0411
Lev	**Coef.**	**T**	**P>t**
Levt-1	.2762249	2.10	0.040
Prof	-4.001241	-1.46	0.151
Cash	.8700313	1.41	0.163
Size	-1.063087	-1.10	0.276
Dep	.4551011	0.22	0.826
Tang	.1739192	0.36	0.723
Tax	-349.258	-0.42	0.677
age	.5525043	1.57	0.122
Sales	.5652823	3.20	0.002
Cons	.6484324	0.23	0.817

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات stata 11

انطلاقا من النتائج التي توصلنا اليها من خلال تحليل لانحدار لكل سوق مالي على حدى، توصلت الدراسة إلى مجموعة من العلاقات ذات الدلالة الاحصائية بين كل من نسبة الرافعة المالية ونسب الرافعة المالية للسنة السابقة وكل من نسبة الملموسية، والربحية، ونسبة النمو في المبيعات بالنسبة لبعض الأسواق المالية. وعليه سيتم احتساب نسبة الرافعة المالية المتوقعة انطلاقا من هذه النتائج. ثم نقوم بمقارنة هذه القيم المتوقعة بالقيم الحقيقية، وكنتيجة تعرف الشركة على أنها ذات رافعة مالية منخفضة (LL) إذا كانت تظهر انحراف سلبي بين الرافعة المالية الفعلية والمتوقعة) وهذه الانحرافات تعبر على أثر المرونة المالية) . وفي الاخير يتم حساب المتغير الوهمي للمرونة المالية (FF)، والذي يساوي 1 عند ملاحظة على الأقل 3 فترات متتالية تحتفظ فيها الشركة برافعة مالية منخفضة.

نتائج تحليل نموذج الاستثمار لعينة الدراسة

سنتناول فيما يلي النتائج التي تم التوصل إليها باستخدام طريقة الانحدار الخطي (Fixed/ Random Effect model)، وهذا بالنسبة لجميع الشركات الصناعية محل الدراسة من خلال الجدول رقم (9). سيتم استعمال اختبار هوسمان (Hausman test) لاختيارالطريقة الانسب لتقدير النموذج.

جدول رقم (9) نتائج تحليل نموذج الاستثمار للشركات الصناعية محل الدراسة

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

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج stata 11

بالاعتماد على نتائج تحليل النموذج يتضح ما يلي:

- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة الانفاق الرأسمالي (Cei ;t) ونسبة الانفاق الرأسمالي للسنة السابقة (Levt-1).
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة (Cei ;t) ونسبة التدفق الرأسمالي (CashFlow)، مما بشير إلى أن وجود اختلالات او عيوب في سوق راس المال قد يؤدي إلى اعتماد الشركات؛ على الأقل جزئيا على الأموال الداخلية من أجل الاستثمار.
- وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين كل من الانفاق الرأسمالي للشركة (Cei ;t) وكل من نسبة نمو المبيعات (Sales)، مما يدل على ان نسبة النمو في المبيعات تلعب دورا هاما في القرارات الاستثمارية كما جاء في العديد من الدراسات السابقة.
- كما أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة بين نسبة الانفاق الرأسمالي (Cei ;t) وبين كل من حجم الشركة (Size)، بالإضافة الى وجود علاقة سالبة بين الانفاق الرأسمالي وبين كل من المتغير الوهمي للمرونة المالية (FF) والتفاعل بين المتغير الوهمي والتدفق النقدي كمؤشر المرونة المالية (FF* CashFlow)، لكن هذه العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية بالنسبة لجميع هذه المتغيرات، مما يشير إلى أن الشركات بعد فترة من الاحتفاظ برافعة مالية معتدلة قد لا تميل الى الاستثمار أكثر كما كان متوقعا. فالشركات التي تتمتع بمرونة مالية تكون أكثر عرضة لخطر الاختلالات في السوق، وبالتالي فان قدرتها على الاستثمار تتأثر بتكاليف الوكالة ومشكلة عدم تماثل المعلومات كما هو الحال بالنسبة للشركات الأخرى.

ملخص نتائج الدراسة

يمكن أن نلخص أهم نتائج الدراسة في النقاط التالية:

أولا، باستخدام عينة واسعة تكونت من سبعة أسواق مالية و280 شركة صناعية في الفترة الممتدة بين عامي 2010 2014، فان الشركات التي تحتفظ بمرونة مالية منخفضة لفترة معينة تعرف على انها شركات مرنة ماليا، وبما ان المرونة المالية يمكن استخلاصها بشكل غير مباشر من خلال الانحراف السلبي بين نسبة الرافعة المالية المقدرة والرافعة المالية الفعلية، فانه يمكن تصنيف الشركة انها ذات مرونة مالية إذا كانت تحتفظ برافعة مالية منخفضة على الأقل لمدة 3 سنوات متتالية.

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

كما توصلت الدراسة إلى أن تباين قيمة المرونة المالية بين الشركات التي تواجه درجات مختلفة من القيود المالية ليس له علاقة بقدرة الشركات محل الدراسة على الاستثمار. أي ان هذه الشركات سواء كانت صغيرة أو كبيرة لن تتأثر سياستها الاستثمارية بمدى اتباعها لسياسة رفع مالي متحفظة على عكس ما كان متوقع.

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 تحديد المرونة المالية بدلا من الاعتماد على الاقتراض بشكل كبير في تمويل استثماراتها.

قائمة المراجع

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Graham, John R. Harvey, Campbell R. 2001. "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field." *Journal of Financial Economics*. 61,187-243.

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

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

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

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

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