

أثر سعة المديونية والتدفقات النقدية الحرة في أداء الشركة

دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية

المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية

رائد كاظم ناجي *

أ.م.د. أرشد فؤاد مجيد إبراهيم *

المستخلص

أستهدف البحث تحليل أثر سعة المديونية والتدفقات النقدية الحرة في أداء الشركة، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (12) شركة من الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، تمثلت 16% تقريباً من مجتمع البحث وللمدة (2009-2013). تمثلت متغيرات البحث بثلاثة متغيرات رئيسية، وكان المتغير المستقل الرئيس الأول سعة المديونية وتمثلت من خلال نسبة تغطية الموجودات، ونسبة تغطية الدين، ونسبة تغطية الفائدة. أما المتغير المستقل الثاني فتمثل بالتدفق النقدي الحر وقد اعتمد الباحثين طريقة Lehn & Paulsen لحسابه. أما المتغير المعتمد فكان أداء الشركة وقد تم التعبير عنه بمعدل العائد على الاستثمار. تم اختبار أثر هذه المتغيرات باستخدام أسلوب Panel Analysis لمعادلة الانحدار المتعدد على فرضية رئيسية مفادها لا يوجد أثر لكل من سعة المديونية والتدفقات النقدية الحرة في أداء الشركة معبراً عنه بمعدل العائد على الاستثمار. وانبثق عنها ثلاث فرضيات فرعية جمعت المتغيرات المستقلة بشكل تدريجي لبيان مدى التغير الذي يحصل في القوة التفسيرية لكل من مؤشرات سعة المديونية (نسبة تغطية الموجودات، نسبة تغطية الدين، نسبة تغطية الفائدة) والتدفق النقدي الحر للتباين في أداء الشركة.

نتائج اختبار الفرضية أشارت إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية معنوية لسعة المديونية والتدفقات النقدية الحرة في أداء الشركة. وتوصل من خلالها الباحثين إلى استنتاج مفاده أن (نسبة تغطية الموجودات ونسبة تغطية الدين والتدفق النقدي الحر) هي الأفضل في تفسير التباين في معدل العائد على الاستثمار، وهذا الاستنتاج توافق مع الإطار المعرفي لسعة المديونية والتدفقات النقدية الحرة.

Abstract

The research targets to analyze the impact of debt capacity and free cash flow on the company performance, through the application to a sample consisting of (12) companies of the industrial companies listed at the Amman Stock Exchange, which accounted for almost 16% from the research population. The research was a time series represented in the five-year period from 2009 to 2013. The first independent variables was debt capacity, which represented by the asset coverage, debt coverage, and interest coverage. The second was free cash flow. The researchers depend on Lehn & Paulsen method to calculate it. And return on investment, as a proxy of firm performance, represents the dependent variable.

The research used panel analysis to test the impact of the variables with multi regression at the main hypothesis (There is no significant impact of debt capacity and free cash flow on the company's performance, expressed as a rate of return on investment (ROI)). The result of hypothesis test signs there is a significant impact of debt capacity and free cash flow on the company performance, and the important conclusion is that the assets coverage, debt coverage, and free cash flow are the best variables to interpret the variance of ROI. This result corresponds with knowledge framework of debt capacity and free cash flow.

* عضو هيئة تدريس/ الكلية التقنية الإدارية/بغداد

المقدمة

تعد مهمة توفير الأموال اللازمة لاستثمارات الشركة من القرارات المالية التي تحظى بإهتمام المعنيين في شؤون المال والاستثمار، وتزداد فاعلية هذا القرار في ظل ندرة الموارد المتاحة، وتفاوت كلفتها، هذا إلى جانب المخاطر المصحوبة بكل مصدر من مصادر التمويل سواء مصادر التمويل بالدين أو الملكية.

ولقد نال موضوع التمويل بالدين على وجه الخصوص أهمية في الفكر المالي المعاصر نظرا للجدل القائم في دور هذا النوع من التمويل بالتأثير في القيمة السوقية للشركة في ظل المخاطر المالية الإضافية للشركة، وقد ارتبط هذا المفهوم بمقدار الدين الذي يمكن للشركة الحصول عليه دون مشكلات مالية إضافية والذي يعبر عنه بمصطلح سعة المديونية، وفي ظل إسناد التدفق النقدي الحر المتاح للشركة من نشاطها التشغيلي ليشكلان معا واقع حجم الأموال المتاحة للشركة في تنفيذ استثماراتها أو تعقب الفرص الاستثمارية الجديدة. وبناءً على ذلك فإن أهمية سعة المديونية (متعم الرافعة المالية) والتدفق النقدي الحر يكمن في تعزيز قدرة الشركة على التوسع في الفرص الاستثمارية الضرورية وتحقيق الأداء المناسب للشركة معبر عنه بمعدل العائد على الاستثمار.

المبحث الأول

منهجية البحث والدراسات السابقة

أولاً. منهجية البحث

أ:- مشكلة البحث وأهميتها

تواجه عموم الشركات المساهمة مشكلة حقيقية في الوصول إلى الأداء الأفضل نتيجة لمعاناتها من محدودية سعة مديونيتها التي تضمن لها التمويل اللازم للفرص الاستثمارية المتاحة. وتتفاقم هذه المشكلة أمام هذه الشركات في ظل ضعف التدفقات النقدية الحرة المتاحة لها. وبناءً على ذلك فإن الغرض من هذا البحث هو بيان أثر سعة المديونية والتدفق النقدي الحر في أداء الشركة المعبر عنه بمعدل العائد على الاستثمار من خلال الإجابة عن الأسئلة الآتية :-

- هل أن لسعة المديونية والتدفق النقدي الحر علاقة بأداء الشركة
- ما القدرة التفسيرية لكل من سعة المديونية والتدفق النقدي الحر للتباين الذي يحصل في أداء الشركة.

وفي ضوء طبيعة المشكلة ومعالمها تأتي أهمية البحث في إدراك أثر كل من مؤشرات سعة المديونية والتدفق النقدي الحر وأثرهما في أداء الشركات المساهمة بشكل عام والشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية بشكل خاص، نظرا لما له من أثر كبير في مصادر التمويل المتاح لتلك الشركات، والذي بدوره يعزز من قدرتها لاستغلال الفرصة الاستثمارية من أجل البقاء والنمو وتفادي الفشل الذي ربما له أثر سلبي ليس فقط على ثروة المالكين والمساهمين في الشركة نفسها بل في المجتمع والاقتصاد الوطني كله أيضا .

ب-فرضيات الدراسة

- اعتمد البحث فرضية رئيسة ومفادها :-
لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية معنوية لسعة المديونية والتدفق النقدي الحر في أداء الشركة (معدل العائد على الاستثمار).
- وينبثق عنها الفرضيات الفرعية الآتية:-
 1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية معنوية لنسبة تغطية الموجودات والتدفق النقدي الحر في معدل العائد على الاستثمار.
 2. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية معنوية لنسبة تغطية الموجودات ونسبة تغطية الدين والتدفق النقدي الحر في معدل العائد على الاستثمار.
 3. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية معنوية لنسبة تغطية الموجودات ونسبة تغطية الدين ونسبة تغطية الفائدة والتدفق النقدي الحر في معدل العائد على الاستثمار.

ج- أهداف البحث

- 1- توضيح المفاهيم الأساسية لسعة المديونية ومؤشراتها والدور الذي تلعبه في تمكين الشركة من الحصول على التمويل اللازم بالدين لتحقيق ربحية للشركة دون أن تضعف من مركزها الائتماني لدى المستثمرين
- 2- دور التدفق النقدي الحر في دعم سعة المديونية، كونهما يمثلان المرونة المالية للشركة
- 3- تحديد القدرة التفسيرية لكل من مؤشرات سعة المديونية والتدفق النقدي الحر في أداء الشركة.

د- مجتمع وعينة البحث

تمثل مجتمع البحث في الشركات الصناعية المساهمة العامة والمدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، والبالغ عددها ثلاث وسبعون شركة، على وفق الإحصائية المعلنة لعام 2013، ولقد أُختير القطاع الصناعي لان هذا القطاع تنطبق عليه مؤشرات البحث بدرجة واضحة نتيجة استخدامه جميع أنواع التمويل تقريباً. وتم سحب عينة عمدية وبواقع (12) شركة صناعية (انظر الجدول 1) شكلت نسبة 16% تقريباً من مجتمع البحث. والتي توافرت فيها الشروط الآتية خلال المدة قيد الدراسة والتحليل (2009-2013):-

- أ. أن تتوافر التقارير المالية السنوية لكل شركة خلال المدة، من أجل الحصول على أكبر قدر ممكن من البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات البحث.
- ب. تداول مستمر في البورصة الأنفة الذكر خلال مدة البحث.
- ج. عدم وجود اندماج للشركات عينة البحث أو أن تكون تحت التصفية خلال الحدود الزمنية للبحث.

هـ- الطرائق الإحصائية المستخدمة لاختبار فرضيات البحث

اعتمد البحث البرنامج الإحصائي (spss-V20) لتحليل واختبار فرضيات البحث وعلى وجه التحديد اختبار الارتباط لقياس قوة واتجاه العلاقة بين المتغيرات، وقد استخدمت مصفوفة بيرسون للارتباط (Pearson Correlation Matrix). كما تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لبيان أثر المتغيرات المستقلة في المتغيرات التابعة وعلى أساس نموذج تحليل (Panel Data)، والذي يتضمن كلاً من بعدي الزمن (Time Series Data) والبيانات المقطعية (Cross-Section Data). ولأن هذا النموذج يعمل على خفض الارتباط المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، بالإضافة إلى الحد من التحيز المحتمل الناتج عن التقدير، الذي يعزى إلى الارتباط بين أي أثر فردي غير مشاهد. كما أنه يأخذ في الاعتبار تفاوت الشركات من حيث الخصائص والعوامل المؤثرة في كل شركة (Gujarati, 2003, 636-637).

و- أساليب جمع البيانات والمعلومات

- تم الرجوع إلى المراجع المتمثلة؛ بالكتب والدوريات والرسائل الجامعية والأبحاث والمقالات، باللغتين العربية والانجليزية بهدف إغناء الجوانب النظرية للبحث.
- اعتمد في جمع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات البحث على التقارير المالية السنوية (قائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية وقائمة التغير في حقوق الملكية) للشركات الممثلة لعينة البحث للمدة (2009 – 2013)، والمنشورة على الموقع الإلكتروني لبورصة عمان للأوراق المالية.

ز- الصعوبات التي حالت دون تطبيق البحث على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

عند الشروع بكتابة البحث تم فحص مجتمع البحث من الشركات المساهمة الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية في بادئ الأمر، وبعد الاطلاع على القوائم المالية لتلك الشركات. وجد الباحثين أنه من الصعوبة بمكان تطبيق مؤشرات سعة المديونية المعتمدة في البحث، وذلك لكون الشركات الصناعية العراقية لا تعتمد على التمويل المقترض في تمويل استثماراتها، وإنما على التمويل الممتهك بشكل كبير، كما إن الشركات التي لديها تمويل مقترض فإنها تقتصر على الدين قصير الأجل. لذا كان على الباحثين إيجاد مجتمع آخر للتطبيق، وكان الاختيار قد وقع على بورصة عمان للأوراق المالية وذلك للأسباب الآتية:

- 1- توافر البيانات اللازمة لتطبيق مؤشرات الدراسة ومنها مؤشرات سعة المديونية.
- 2- إن طبيعة بورصة عمان للأوراق المالية متوافقة تقريباً مع سوق العراق للأوراق المالية ويمكن عكس النتائج على السوق العراقية إلى حد ما.
- 3- هناك تشابه كبير بين قانون الشركات العراقي وقانون الشركات الأردني، إذ إن رقم وتاريخ القانونين متقاربين جداً، فالشركات الأردنية تستند إلى قانون الشركات الأردني ذي العدد (22) لسنة (1997)، والشركات العراقية إلى قانوني (21 و 22) لسنة (1997)، وتقريباً أغلب المواد القانونية العاملة في حكم الشركات المدرجة في السوقين متشابهة.

ح- التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث وطرائق قياسها

1- المتغيرات المستقلة

أولاً: سعة المديونية Debt Capacity

يقصد بسعة المديونية مقدار الدين الذي يمكن أن تقتضيه الشركة وتتمكن من سداؤه في الوقت المناسب من الموارد المتاحة دون الإضرار بالسلامة المالية للشركة (McMahoo, 2014). أي إنها المرونة التي تتمتع بها الشركة بالاعتماد على الدين دون أن يعرضها إلى مخاطر مالية إضافية.

ولإغراض البحث سوف يُعبر عن سعة المديونية على وفق المؤشرات الآتية:-

أ) نسبة تغطية الموجودات Assets Coverage Ratio

تقيس هذه النسبة عدد مرات قدرة الشركة على تغطية ديونها (قصير الأجل وطويلة الأجل) من خلال موجوداتها الملموسة، وهي تمثل مؤشر ضمانه جيد للشركة، فكلما كانت هذه النسبة عالية تعززت ثقة الدائنين بموجودات الشركة ومن ثم إمكانية تسديد مستحقاتهم من الشركة في حالة حصول العسر المالي لها. ويسترشد المحللون كثيراً بالمعدل النمطي المقبول بما لا يقل عن (1.5) مرة، وبالنسبة للشركات الصناعية ينبغي أن لا يقل عن (2) مرة. وتقاس من خلال المعادلة الآتية: (الشيخ، 2008: 55).

$$\text{نسبة تغطية الموجودات} = \frac{\text{القيمة الدفترية للموجودات الثابتة الملموسة} + \text{صافي رأس المال العامل}}{\text{مجموع الدين}} = \text{مرة ... (1)}$$

علما أن صافي رأس المال العامل يمثل الفرق بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة.

جدول (1)

نسبة تغطية الموجودات للشركات عينة البحث والمدة 2009-2013

المتوسط	عدد مرات تغطية الموجودات					الشركة	ت
	2013	2012	2011	2010	2009		
2.16	1.53	1.12	2.27	2.95	2.94	DADI	1
4.04	3.30	3.43	3.31	4.89	5.28	MBED	2
4.42	2.26	4.21	5.68	4.97	4.98	MANS	3
5.93	6.88	6.62	6.26	5.31	4.58	AEIN	4
8.78	1.92	5.74	6.10	10.04	20.08	JOPH	5
0.72	0.94	0.53	0.59	0.72	0.80	RMCC	6
29.04	56.62	11.35	45.51	22.07	9.65	APOT	7
60.36	53.73	56.92	40.23	97.94	52.97	JODA	8
0.91	0.72	0.52	0.66	1.17	1.46	MPHA	9
2.75	1.73	1.91	1.83	2.76	5.52	JMCO	10
3.39	2.06	2.52	3.26	6.49	2.62	IPCH	11
7.76	7.68	6.91	8.77	9.71	5.75	EKPC	12

• المصدر: إعداد الباحثين بالاستناد إلى القوائم المالية للشركات عينة البحث وباستخدام برنامج Excel.

(ب) نسبة تغطية الدين Debt Coverage Ratio

تؤشر هذه النسبة مدى قدرة الإدارة في تسديد الالتزامات المستحقة على الشركة من النقدية المتولدة من العمليات التشغيلية ، وان المعدل الأمثل المقبول يكون أكبر من (1) مرة، وعليه كلما كانت النسبة مرتفعة ضمنت الإدارة تحقيق القدرة على التسديد، وفي ذلك زيادة في جوانب القوة للشركة، مع تأكيد أن ارتفاع النسبة ينتج أما بسبب تزايد قدرة الشركة على توليد النقد الداخلي من العمليات أو بسبب انخفاض حجم الديون التي بذمة الشركة أو الاثنين معاً. وتحسب نسبة تغطية الدين على وفق الآتي: (الزبيدي، 2011:336)

التدفق النقدي من الانشطة التشغيلية

نسبة تغطية الدين = مجموع الدين = مرة (2)

جدول (2)

نسبة تغطية الدين للشركات عينة البحث خلال المدة (2013-2009)							
ت	الشركة	عدد مرات تغطية الدين					المتوسط
		2013	2012	2011	2010	2009	
1	DADI	-0.10	0.34	0.16	0.07	-0.07	0.08
2	MBED	0.17	0.11	0.05	0.28	-0.02	0.12
3	MANS	0.46	-0.19	0.26	0.61	-0.07	0.21
4	AEIN	0.02	0.60	0.66	-0.02	0.13	0.28
5	JOPH	5.55	0.75	2.58	1.17	0.06	2.02
6	RMCC	0.24	0.28	0.09	0.55	1.02	0.44
7	APOT	4.76	7.15	15.44	22.37	137.89	37.52
8	JODA	9.40	19.47	4.01	13.22	11.11	11.44
9	MPHA	0.12	-0.03	0.09	0.05	0.11	0.07
10	JMCO	1.08	-0.62	-0.12	0.55	-0.09	0.16
11	IPCH	-0.12	1.54	-0.40	0.07	-0.06	0.21
12	EKPC	-0.22	0.70	0.65	0.24	1.26	0.53

المصدر: إعداد الباحثين بالاستناد إلى القوائم المالية للشركات عينة البحث وباستخدام برنامج Excel.

(ج) نسبة تغطية الفائدة Interest Coverage Ratio

تؤشر النسبة إلى أي مدى يمكن أن تنخفض الإيرادات التشغيلية قبل أن تكون الشركة غير قادرة على مواجهة تكاليف الفائدة السنوية. إن النسبة الأقل من واحد صحيح إشارة إلى أن الشركة غير قادرة على توليد مزيد من الدخل لتغطية مدفوعات الفائدة، والمعدل المقبول في قطاع الصناعة (3) مرة ويفضل أن يقترب من (5). وللفادة ميزة تتمثل بالوفر الضريبي كونها مصروفاً تدفع قبل خصم الضرائب. وعادة ما تتمتع الشركات ذات القدرة العالية على تغطية تكلفة التمويل بمركز مالي قادر على مواجهة المخاطر المحتملة. وتحسب نسبة التغطية على وفق الآتي (Gitman & Zutter, 2012: 78).

$$\text{نسبة تغطية الفائدة} = \frac{\text{الارباح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{مصرف الفائدة}} = \text{مرة} \dots\dots\dots (3)$$

جدول (3)

نسبة تغطية الفائدة للشركات عينة البحث خلال المدة 2013-2009

ت	الشركة	عدد مرات تغطية الفائدة					المتوسط
		2013	2012	2011	2010	2009	
1	DADI	3.39	-1.02	-1.94	7.72	11.65	3.96
2	MBED	6.77	6.73	6.66	6.35	6.44	6.59
3	MANS	7.38	2.75	11.30	4.99	1.08	5.50
4	AEIN	1.71	1.27	-0.92	0.07	2.13	0.85
5	JOPH	3.65	58.75	45.68	21.69	38.75	33.70
6	RMCC	4.06	2.40	0.68	0.62	0.78	1.71
7	APOT	99.91	119.12	130.94	95.30	48.13	98.68
8	JODA	120.11	239.67	319.00	208.5	65.50	190.56
9	MPHA	0.57	-0.56	-3.23	2.10	2.23	0.22
10	JMCO	1.07	1.38	1.59	1.46	1.94	1.49
11	IPCH	1.47	1.67	1.85	0.72	2.46	1.63
12	EKPC	3.97	6.23	5.19	3.29	-1.54	3.43

• المصدر: إعداد الباحثين بالاستناد إلى القوائم المالية للشركات عينة البحث وباستخدام برنامج Excel.

(ثانياً) التدفق النقدي الحر Free Cash Flow

هو الدخل التشغيلي قبل مصروف الاندثار وبعد الضريبة ومصروف الفائدة وتوزيعات الأرباح للأسهم الممتازة والعادية، ويتم احتسابه على وفق الأتي (Lehn & Poulsen, 1989):

$$FCF_{i,t} = INC_{i,t} - TAX_{i,t} - INTEP_{i,t} - PSDIV_{i,t} - CSDIV_{i,t} \dots \dots \dots (4)$$

إذ إن:

$FCF_{i,t}$ = Free Cash Flow
 $INC_{i,t}$ = Operating Income Before Dep.
 $TAX_{i,t}$ = Total Taxes of Firm
 $INTEP_{i,t}$ = Interest Expense of Firm
 $PSDIV_{i,t}$ = Dividends Preferred Stock Holders
 $CSDIV_{i,t}$ = Common Stock Holders Dividends

التدفق النقدي الحر للشركة (i) للسنة (t).
 الدخل التشغيلي قبل الاندثار للشركة (i) للسنة (t)
 مجموع الضرائب للشركة (i) للسنة (t).
 مصروف الفائدة للشركة (i) للسنة (t).
 توزيعات أرباح حملة الأسهم الممتازة للشركة (i) للسنة (t).
 توزيعات أرباح حملة الأسهم العادية للشركة (i) للسنة (t).

جدول (4)

التدفق النقدي الحر للشركات عينة البحث خلال المدة 2009-2013 (ألف دينار أردني)

المتوسط	التدفق النقدي الحر					الشركة	ت
	2013	2012	2011	2010	2009		
2093	5838	-1973	-3636	6083	4153	DADI	1
1473	2365	1500	987	1381	1134	MBED	2
1960	921	1101	4286	2425	1069	MANS	3
127	282	199	-132	71	213	AEIN	4
80721	10188	132237	134265	60971	65945	JOPH	5
1930	3863	2762	947	1021	1057	RMCC	6
89493	-37731	35151	220697	135791	93558	APOT	7
871	1343	1195	568	644	603	JODA	8
19	576	-386	-2811	1208	1510	MPHA	9
299	345	243	333	278	298	JMCO	10
145	-99	66	228	60	472	IPCH	11
368	606	510	187	380	158	EKPC	12

المصدر: إعداد الباحثين بالاستناد إلى القوائم المالية للشركات عينة البحث وباستخدام برنامج Excel.

2. المتغير التابع (أداء الشركة)

تم التعبير عن أداء الشركة بالعائد على الاستثمار Return On Investment (ROI) ويسمى كذلك العائد على الموجودات، ويقاس الكفاءة الكلية للإدارة في تحقيق الأرباح من مجمل استثماراتها في الموجودات. وتبحث الشركات دائما عن الزيادة في العائد على الاستثمار لأنه مؤشر لربحية استثمارات الشركة القصيرة والطويلة الأجل وان ارتفاع هذا المؤشر يدل على كفاءة سياسات الإدارة الاستثمارية والتنشغيلية.. وعلى وفق الصيغة الآتية: (العامري، 2013: 88)

الأرباح قبل الفوائد والضرائب

معدل العائد على الاستثمار % = متوسط مجموع الموجودات (5)

ط. إجراءات اختبار فرضيات البحث

تم اختبار فرضيات البحث على وفق نماذج الانحدار الآتية:

Model (1):- $Y_1 = \alpha + \beta_1 \chi_1 + \beta_4 \chi_4$

Model (2):- $Y_1 = \alpha + \beta_1 \chi_1 + \beta_2 \chi_2 + \beta_4 \chi_4$

Model (3):- $Y_1 = \alpha + \beta_1 \chi_1 + \beta_2 \chi_2 + \beta_3 \chi_3 + \beta_4 \chi_4$

إذ أن: χ_1 نسبة تغطية الموجودات، χ_2 نسبة تغطية الدين، χ_3 نسبة تغطية الفوائد، χ_4 التدفق النقدي الحر، Y_1 معدل العائد على الاستثمار.

جدول (5)

معدل العائد على الاستثمار للشركات عينة البحث للمدة 2009-2013

المتوسط	معدل العائد على الاستثمار %					الشركة	ت
	2013	2012	2011	2010	2009		
4.16	6.5	-2.0	-3.5	11.1	8.7	DADI	1
10.6	12.3	11.1	9.0	9.7	10.9	MBED	2
4.68	0.3	3.6	12.4	5.8	1.3	MANS	3
1.68	3.0	2.3	-1.6	0.1	4.6	AEIN	4
13.64	1.5	17.6	19.9	10.4	18.8	JOPH	5
3.26	6.6	5.1	1.5	1.7	1.4	RMCC	6
18.80	11.9	18.4	27.2	19.4	17.1	APOT	7
6.08	10.3	7.5	3.5	4.7	4.4	JODA	8
0.06	2.4	-2.0	-11.0	5.4	5.5	MPHA	9
3.06	3.8	3.2	3.5	2.3	2.5	JMCO	10
2.46	2.1	2.3	2.0	1.2	4.7	IPCH	11
2.56	4.1	4.0	3.7	2.0	-1.0	EKPC	12

المصدر: إعداد الباحثين بالاستناد إلى القوائم المالية للشركات عينة البحث وباستخدام برنامج Excel.

ثانياً، دراسات سابقة

بعد الإطلاع على ما توافر من الدراسات المتعلقة بموضوع البحث، لوحظ ندرة الدراسات العربية المتوافرة فيما يتعلق بسعة المديونية، في حين كانت هناك دراسات غير عربية تناولت الموضوع من زوايا ومتغيرات متعددة.

أ. الدراسات العربية

1- دراسة الأغبري، 2002،

وهي بعنوان "أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية" وهدفت الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية في الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية، وأجريت هذه الدراسة على عشر شركات عاملة في القطاع الصناعي الغذائي في اليمن، وقد أثبتت الدراسة وجود تأثير جوهري للرافعة المالية في معدل العائد على الاستثمار، وبالتالي في قيمة الشركة على مستوى جميع الشركات قيد الدراسة.

2- دراسة الأخاض، 2005،

بعنوان "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار" هدفت الدراسة إلى تقييم العلاقة ومعرفة مقدار تأثير الرافعة المالية وتكلفة التمويل في معدل العائد على الاستثمار، من خلال تطبيق الدراسة على (15) شركة مساهمة عامة والعاملة في فلسطين، للمدة (2003-1999). وكانت أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة: وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار، وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (المملاك والمقترض) وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار.

3- دراسة التميمي والقيسي، 2012،

بعنوان "قياس العلاقة بين التدفق النقدي الحر وكلفة رأس المال وأثرها على القيمة السوقية المضافة". أجريت هذه الدراسة على (26) شركة صناعية مساهمة والمدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية من عام 2011. وتبحث هذه الدراسة عن العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وكلفة رأس المال وأثرهما في القيمة السوقية المضافة. وكانت نتائج تحليل معاملات ارتباط بيرسون أن هناك علاقة عكسية للتدفق النقدي الحر مع كلفة رأس المال وموجبة مع القيمة السوقية المضافة، في حين إن العلاقة بين كلفة رأس المال والقيمة السوقية المضافة عكسية.

ومن جانب آخر كشفت نتائج تحليل الانحدار المتعدد عن القوة التفسيرية لكل من التدفق النقدي الحر وكلفة رأس المال للتباين الحاصل في القيمة السوقية المضافة.

4- دراسة القويدر 2013،

بعنوان: "أثر مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وهيكل الملكية على كلفة رأس المال والقيمة السوقية المضافة للشركات" استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وهيكل الملكية في رأس المال والقيمة السوقية المضافة للشركات. جُمعت بيانات الدراسة من القوائم المالية السنوية للشركات الصناعية الأردنية المساهمة، وشملت عينة الدراسة على سبع وعشرون شركة، للمدة (2000-2010). لقد استخدم نموذج التأثير الثابت (fixed effect) لاختبار فرضيات الدراسة في إطار برنامج (E-Views) الإحصائي. ولقد أشارت نتائج اختبار فرضيات الدراسة إلى وجود أثر معنوي وذو دلالة إحصائية لمشكلة الوكالة للتدفقات النقدية في كلفة رأس المال، وارتباطهما بعلاقة طردية. وكذلك وجود أثر معنوي وذو دلالة إحصائية لمشكلة الوكالة للتدفقات النقدية في القيمة السوقية المضافة، وارتباطهما بعلاقة عكسية. كما أشارت أيضاً إلى وجود أثر معنوي وذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية في كلفة رأس المال، وارتباطهما بعلاقة عكسية. وكذلك وجود أثر معنوي وذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية في القيمة السوقية المضافة، وارتباطهما بعلاقة طردية.

ب- الدراسات الأجنبية

1- دراسة، (Bitro & John, 2001)

بعنوان: "The Leverage and Growth Opportunity"

وتظهر هذه الدراسة أثر فرص النمو في تكاليف الديون والمخاطر مما سيؤدي إلى إيجاد تكلفة دين جديدة وان استغلال فرص النمو سوف يؤدي إلى التغلب على مشكلة الاستثمار غير الكامل. كما أشارت هذه الدراسة إلى أن الديون ذات المخاطر العالية قد لا تشجع على الاستثمار، إذ ثبت إن العلاقة كانت في بعض الشركات علاقة عكسية، بمعنى إن الشركات تجنب المخاطرة العالية على الرغم من احتمال العوائد المرتفعة. كما قدمت هذه الدراسة نموذجاً يوضح كيفية الاختيار بين خيار تحمل المخاطرة وتجنب المخاطرة.

2-دراسة: (Aivazian, et.al., 2005)

بمعنوان: "The Impact of Leverage on Firm Investment- Canadian Evidence"

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الرافعة المالية في قرارات الاستثمار. وأجريت على (863) شركة كندية وغطت المدة من 1982 إلى 1999 لهذه الشركات معتمدة سجل الغرفة التجارية الكندي للعام 1999 واستخدمت هذه الدراسة نموذج *Alternative Empirical Models* فضلاً عن نموذج *Instrumental Variable Approach* لمعالجة العلاقة بين الرافعة والاستثمار. وتجدر الإشارة إلى إن الدراسة اعتمدت على بديلين لقياس الرافعة المالية: الأول: هو القيمة الدفترية لمجموع الخصوم مقسوماً على القيمة الدفترية لمجموع الأصول. والثاني: القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل مقسوماً على مجموع الأصول. وأظهرت نتائج الدراسة إن هناك تأثيراً سلبياً للرافعة المالية في معدل العائد على الاستثمار، وهي أكثر سلبية للشركات ذات فرص النمو المنخفضة مقارنةً بالشركات ذات فرص النمو العالية.

3-دراسة (Richardson,2006)

بمعنوان: "Over-investment of free cash flow"

بحثت هذه الدراسة في مدى الاستثمار المفرط في الشركات ذات التدفق النقدي الحر المرتفع. باستخدام الإطار المحاسبي القائم على قياس الاستثمار المفرط للتدفق النقدي الحر، لمجموعة من الشركات الأمريكية للمدة من 1988-2002، ووجدت الدراسة دليلاً وبما يتفق مع تفسيرات تكلفة الوكالة، إن الاستثمار المفرط يتركز في الشركات ذات المستويات العالية من التدفق النقدي الحر. كما أن المزيد من اختبارات الدراسة عما إذا كان هيكل الحوكمة يرتبط بالاستثمار المضخم للتدفق النقدي الحر، فقد أشارت الدراسة إلى إن وجود مساهمين نشطين في الشركة قد يسهم في الحد من ظاهرة الاستثمار المفرط في التدفق النقدي الحر.

4-دراسة (Lemmon and Jaime, 2010)

بمعنوان: "Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories"

استهدفت الدراسة بيان أثر عمليات الاندماج في إطار مفهوم سعة المديونية وعلى أساس نظريات هيكل رأس المال. وقد توصلت الدراسة إلى إن الأموال المتولدة داخلياً تبدو المصدر المفضل للتمويل لجميع الشركات. وإذا كانت هناك حاجة إلى الأموال الخارجية، في ظل غياب مخاوف سعة المديونية، فإن الدين يبدو أفضل من الملكية. المخاوف بشأن سعة المديونية تفسر إلى حد كبير

استخدام تمويل جديد خارجي من خلال شركات التداول العام. كما قدم الباحثين أدلة على إن الشركات المربحة وذات الرافعة المالية المنخفضة مع الحد الأدنى من تكاليف المعاملات لإصدار أوراق مالية جديدة تبدو أنها تتمتع بسعة مديونية فضلى. هذه الأدلة تتفق مع نظرية الالتقاط (Pecking-order Theory) ومن الصعب أن تتوافق مع نظرية المبادلة (Trade-off Theory).

5-دراسة (Bhundia, 2012)

بعنوان: "A Comparative Study Between Free Cash Flows and Earnings Management"

إن الهدف الرئيس من هذه الدراسة هو التحقق من التباين بين التدفقات النقدية الحرة للشركات المدرجة في مؤشر سوق الهند للأوراق المالية مع التركيز على إدارة الأرباح. تم قياس البيانات والإحصاءات من التدفقات النقدية الحرة وإدارة الإرباح باستخدام أنموذجين هما Len and Poulsen model (1989) و Jones model (1991). بيانات الدراسة شملت (142) شركة للمدة من 2004-2010 ، والنتائج تدل على إن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين إدارة الأرباح والتدفقات النقدية الحرة. وتأكيد إن التدفقات النقدية الحرة تكون حافزاً للشركة نحو إدارة الأرباح، وعليه فإن التدفقات النقدية الحرة تعد من المؤشرات المهمة لمشكلة الوكالة.

6-دراسة (Coskun and Kulali, 2012) بعنوان

"Comparative Due Diligence Analysis of Debt Capacity And Cost of Debt: Companies in Euro Area Versus Companies in Turkey"

هدفت هذه الدراسة إلى مقارنة وتحليل سعة المديونية وكلفة الدين وتحديد آثار الأزمة المالية العالمية في عينة كبيرة من الشركات الصناعية العاملة في (17) بلد في منطقة اليورو وتركيا للمدة مابين 2006-2010. أظهرت النتائج بان الشركات في منطقة اليورو وتركيا لها نسب دين تختلف اختلافاً كبيراً عن بعضها خلال المدة، وان كل الشركات كانت لها زيادة طفيفة في نسب الدين في مدة الأزمة ، والزيادة العليا كانت في الشركات التركية. وان كلفة الدين كانت هي أيضاً العليا بالنسبة للشركات التركية ، كما أن تأثير الأزمة المالية العالمية كان الأكثر عمقا في قطاع الإنتاج في تركيا ، لذا فيجب على الشركات التركية إن تحاول تخفيض تكلفة ديونها من اجل تعزيز مركزها التنافسي دولياً، إذ أن الشركات في منطقة اليورو وتركيا يتنافسون في عمليات التصدير وفي مصادر الأموال. هذا فضلاً عن إن الدراسة أوضحت أن الشركات التي لديها تدفقات نقدية منتظمة قد تكون لها درجة ائتمان أعلى من الشركات التي تعاني تذبذباً في التدفقات النقدية.

7- دراسة (Hong, et. al, 2012)، بعنوان:

"Relationship between Free Cash Flow and Financial Performance Evidence from the Listed Real Estate Companies in China"

هدفت هذه الدراسة إلى بيان العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي. وقد أجريت هذه الدراسة على الشركات العقارية في الصين للمدة من 2006-2010. وقد تم احتساب المؤشرات المالية الرئيسية من أصل (21) مؤشراً للأداء المالي وان هذه المؤشرات لعينة الشركات كانت مرتبطة بتدفقاتهم النقدية الحرة. وقد أظهرت النتائج أن هناك علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الأداء المالي الشامل للشركة والتدفق النقدي الحر. فضلاً عن ذلك، يرتبط أداء الشركة إيجابياً بحجمها، ويرتبط سلبياً بمستوى الدين.

8- دراسة (Iqbal, et.al, 2012)

بعنوان: "The Impact of Debt Capacity on Firm's Growth"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر سعة المديونية بوصفها مصدراً من مصادر تمويل نمو الشركة، من خلال إيجاد العلاقة بين نسبة الدين إلى الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. وقد استخدم الانحدار الخطي البسيط بين الرافعة المالية والنمو. بيانات الدراسة شملت (53) شركة غير مالية والمدرجة ضمن مؤشر كراتشي للأوراق المالية ولمدة (8) سنوات. نتائج الدراسة بينت بأنه توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الدين إلى الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وبالمقابل لا يوجد تأثير لسعة المديونية في نمو الشركة.

9- دراسة (Iskandar, et. al, 2012)، بعنوان:

"The Moderating Effect Of Ownership Structure On The Relationship : Between Free Cash Flow And Asset Utilisation"

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من دور الاعتدال من مراقبي الملكية (الملكية الأجنبية، ملكية الحكومة، وملكية الإدارة) في مراقبة العلاقة بين التدفق النقدي الحر واستخدام الموجودات. واستناداً إلى عينة من (477) شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية وباستخدام تحليل الارتباط وتحليل الانحدار الهرمي المتعدد. النتائج تظهر وجود علاقة عكسية بين التدفق النقدي الحر واستخدام الموجودات. وتشير هذه النتيجة إلى إن التدفق النقدي الحر ربما

استثمر بطريقة غير منتجة، مما يسهم في الاستخدام غير الكفاء للموجودات. كما أثبتت هذه الدراسة عمليا بان الملكية الأجنبية والإدارية تعد أداة رقابة على استخدام موجودات الشركة، وخاصة في الشركات التي لها تدفق نقدي حر عال. ومن هذا يتبين أن الملكية الأجنبية والإدارية أدوات فعالة لردع السلوكيات الانتهازية للمديرين.

مجال الاستفادة من الدراسات السابقة ، وموقع البحث الحالي منها:

إن دراسة الإسهامات الفكرية والبحثية السابقة تظهر محور تلك الإسهامات حول موضوعات ومتغيرات في غاية الأهمية في الفكر المالي. فقد تمحور بعضها حول أثر الرافعة المالية في الأداء المالي وقرارات الاستثمار في الشركات من خلال التأثير في معدل العائد على الاستثمار، والبعض الآخر تمحور حول علاقة التدفق النقدي الحر بكلفة رأس المال ممثلا بمعدل العائد على الاستثمار. ان المجالات التي استفاد الباحثين من تلك الدراسات هي على وفق الآتي:

- أ. الإفادة في صياغة أنموذج الدراسة وتصميمه. وإثراءها في بناء بعض مضامين الإطار المفاهيمي.
- ب. الإفادة من بعض المؤشرات النوعية والكمية التي أوردتها وأثبتتها الدراسات السابقة من أجل تحليل وقياس المتغيرات المعتمدة في الدراسة بغية تحقيق الأهداف المحددة بالدراسة.
- ج. ساهمت الدراسات السابقة بشكل واضح ومنطقي في تقديم الدليل التجريبي لكثير من الحقائق المعرفية في إطار الموضوع و كيفية التوصل إلى هذه الحقائق ، وقد استندت الدراسة الحالية إلى هذه الأدلة التجريبية في إعداد منهجيتها .

أما موقع البحث من الدراسات السابقة فيمكن أجماله بالآتي:

- أ. هذه أول دراسة على حد علم الباحثين تتناول سعة المديونية في المكتبة العربية والتي تناولت ثلاث متغيرات معاً (سعة المديونية، والتدفق النقدي الحر، وأداء الشركة).
- ب. أسهمت الدراسة الحالية في بيان الإسهامات الفكرية الحديثة في مجال سعة المديونية والتدفق النقدي الحر.
- ج. حاولت الدراسة الحالية إكمال الجهود التي تساعد في توضيح الترابط بين متغيرات البحث.
- د. تركز اهتمام البحث على تحليل متغيراته في القطاع الصناعي بغية تحديدها والعمل على تطويرها مستقبلاً.

المبحث الثاني الإطار المعرفي للبحث

أولاً، مفهوم سعة المديونية وأهميتها Debt Capacity

يقصد بسعة المديونية هي أعلى نسبة دين يمكن أن تبلغها الشركة لإصدار أدوات دين إضافية وبالمقدار الذي يسهم في تقليص كلف العسر المالي (Myers, 1984) (Shyam-Sunder & Myers, 1999) و (Chirinko & Singha, 2000). أي إنها تمثل الحد الأقصى من الدين الذي يمكن أن تقتضيه الشركة وبمعدل فائدة معين (Rathinasamy, et.al, 1991:92) وعلى وفق سياستها المالية ووضعها الحالي (Hess & Philipp, 2014:2). كما إنها تشير إلى كمية الدين أو الالتزامات المالية التي تترتب على الشركة في ظل قيود قانونية، ودون المبالغة في قدرة الشركة على سداد الالتزامات (Smith, 1998:52). وتعتبر سعة المديونية عن قابلية الشركة على اقتراض الأموال بكلف معتدلة عند ظهور الفرص الاستثمارية الجيدة، ويفترض على الشركة المحافظة على سعة مديونيتها كي تستخدمها عند زيادة الفرص الاستثمارية الجيدة (العامري، 2010: 262) على أن تقتزن عملية الاقتراض بموجودات تستعملها الشركة كضمانة للأموال المقترضة لاسيما في سوق رأس المال ذي المنافسة التامة (Iqbal, et.al, 2012: 109). إن هذا التفاعل الديناميكي بين حدود الائتمان والاستثمارات يعزز من سعة مديونية الشركة (Hahn & Lee, 2009:892).. وان سعة المديونية المتاحة للشركة تعد مصدر معلومات تستخدمها الإدارة لاتخاذ قرارات بشأن إصدار ديون إضافية (Hess & Philipp, 2014:4). واعتماداً على طبيعة موجودات الشركة ومدى استقرار قيمتها عند التصفية (Chua, 2012:13,26). فهي إذا نسبة الدين الحرجة التي تسبب فقدان الشركة التصنيف الائتماني المستهدف (Hess & Philipp, 2014:8)، لاسيما في ظل خيارات النمو الإضافية التي تعتمد عليها الشركة والتي يعتقد إنها قد تسبب ارتفاعاً مستمراً لقيمة الشركة، وعليه فإن سعة المديونية لها ارتباط عكسي بخيارات النمو (Barclay, el.at, 2006:38).

وبناءً على ما تقدم من إطار مفاهيمي لسعة المديونية فإن أهميتها تكمن في تحقيق الآتي:

أ. تعزز سعة المديونية من سمعة الشركة وقدرتها على استخدام الدين في المستقبل، وتفاذي حرمان الشركة المحتمل لمصادر جديدة للتمويل من المستثمرين الجدد (Compello, el.at, 2010:476).

ب. إن تكلفة الاحتفاظ بسعة المديونية هي تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار (Adriano et.al, 2008:1).

- ج. إن سعة المديونية هو حافظ محتمل للاندماج، فهي تزداد بشكل كبير بعد الاندماج نتيجة لزيادة التدفقات النقدية للشركات المندمجة ومستويات الدين قبل وبعد الاندماج مباشرةً، (Rathinasamy et.al, 1991:92;100)
- د. تسعى الشركات جاهدة لتقدير سعة مديونيتها بدقة من أجل رسم خطط استثمار رأس المال طويلة الأجل.
- هـ. إن الدائنين بحاجة إلى معرفة سعة مديونية الشركة لتحديد احتياجاتها الفعلية من الأموال. ولوضع شروط الإقراض بما في ذلك معدل الفائدة وآجال استحقاقات الدين (Kolker, 2013:32).
- و. تعبر سعة مديونية الشركة عن المستويات المثلى للدين والتي يمكن بلوغها في هيكل رأس المال (Hong & Alfred, 1978). وبشكل يسهم في تعظيم قيمة الشركة من خلال تحديد نسبة الدين إلى الملكية (العامري، 2010 : 262).
- ز. لسعة المديونية أهمية في تفسير نظرية الانتقال، فهي تبين لإدارة الشركة متى يجب عليها أن تتحول بالتمويل من الدين إلى الملكية (Hess & Philipp, 2014:6). بناءً على حجم العجز الذي تواجهه الشركة واللازم تغطيته من إصدار أدوات دين بما يتناسب وسعة المديونية غير المستعملة للشركة (Lemmon & Jaime, 2010:1168). مع مراعاة قدرة الشركات على الاقتراض، ومن ثم قدرة الشركات على إصدار الأسهم حين يكون تمويل الدين ليس مجدياً (Chua, 2012:13,302).

ثانياً.. العلاقة النظرية بين سعة المديونية والرافعة المالية

The Theoretical Relation between The Debt Capacity and Financial Leverage

تستخدم اغلب الشركات المساهمة على وجه الخصوص، مزيج من التمويل بالدين والملكية بأوزان مختلفة وتعتمد في ذلك على عدة عوامل في مقدمتها نسبة الرافعة المالية وسعة مديونيتها، وبثبات العوامل الأخرى، فإن الشركات التي تتوقع أن يكون نموها بطيئاً أو صغرياً يكون لديها رافعة مالية منخفضة وتمتلك سعة مديونية كبيرة غير مستغلة. لذا فهي من المحتمل أن تتجه نحو التمويل بالدين للاستفادة من مضمون سعة المديونية. في حين أن الشركات ذات النمو العالي أو تلك التي تكون عند أو بالقرب من سعة مديونيتها سوف تعتمد بشكل كبير على الملكية. أما الشركات ذات التمويل المعتدل فسوف تستخدم مزيجاً من الاثنين مع الأوزان التي تتحدد من خلال احتمال الوصول لسعة المديونية على أساس متطلباتهم الحالية والمتوقعة في المستقبل للحصول على التمويل الخارجي (Lemmon & Jaime, 2010:1164). إن استخدام الدين في تمويل استثمارات الشركة يؤكد رفعا يتجسد في مدى تعظيم الأرباح وانعكاس ذلك في ثروة حملة الأسهم، ولكن بالمقابل يمكن أن

يؤدي أيضاً إلى زيادة الضغوطات والمشكلات المالية وتتمثل بالالتزامات الثابتة (دفع الفوائد) التي هي نقطة الارتكاز للرافعة المالية.

إن معرفة المدير المالي بآثار العلاقة بين سعة المديونية والرافعة المالية يكون ضرورياً وذلك لإدارة المخاطر التي تتعرض لها الشركة وبالطريقة المناسبة. فالرافعة المالية هي استخدام الشركة لتكاليف التمويل الثابتة، وسعة المديونية هي الحد الأقصى لمقدار الدين والتي يمكن أن تخدم الشركة بشكل ملائم. أي إن سعة المديونية هي الكمية المناسبة من الرافعة المالية. فإذا كان مستوى مخاطر الأعمال مرتفعاً بسبب ارتفاع التكاليف الثابتة، فإن المحافظة على مستوى منخفض من المخاطر المالية يؤدي إلى تقليل التذبذب في الأرباح الإضافية الناتجة عن تذبذب المبيعات. وعلى العكس من ذلك فإذا كانت التكاليف الثابتة منخفضة نسبياً فإن زيادة الرفع المالي في هذه الحالة تؤدي إلى زيادة ربحية السهم ومعدل العائد على حقوق المساهمين. أي إن الإدارة الفعالة للمخاطر تتطلب الموازنة بين مخاطر الأعمال الناتجة عن طبيعة عمل الشركة والمخاطر المالية الناتجة عن المديونية وذلك لغرض المحافظة على مستوى معين من المخاطر التي تواجهها الشركة (تيم، 2011:338).

ثالثاً.. العلاقة النظرية بين سعة المديونية والمرونة المالية

عرف مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB 1984) المرونة المالية بأنها قدرة الوحدة على تبادل المبالغ والوقت بتدفقات نقدية لتلبية الاحتياجات والفرص غير المتوقعة. هذا التعريف يركز على قدرة الشركة على تحويل موجوداتها إلى نقد بسرعة والحصول على تدفقات نقدية أو استثمار التدفقات النقدية الصافية. فالتركيز هنا يتم على مصدر واحد كوسيلة لتوليد المرونة بمعنى إن الأعمال المرنة مالياً سوف تتضمن تدفقات نقدية كبيرة سواء التي تتحقق من العمليات الجارية أو من سعة المديونية غير المستغلة، أو الموجودات التي يمكن أن تحقق بسرعة مبالغ ذات أهمية (محمد و نجم، 2009: 196). وعرفها (Byon, 2008) بأنها قدرة الشركة على تجميع الموارد المالية من أجل اتخاذ الإجراءات الوقائية لحالات الطوارئ غير المؤكدة في المستقبل وفي الوقت المناسب للحفاظ على قيمة الشركة (Chue, 2012: 225). إذا المرونة المالية تشير إلى القدرة التي تتمتع بها الشركة على تعديل الخطة التمويلية على وفق التغير الذي قد يحصل في احتياجها للأموال، أي الملاءمة بين الظروف المالية السائدة ومصادر التمويل المستخدمة، كون أن الشركات تعمل في بيئة غير مستقرة (متغيرة)، فإن ذلك يفرض عليها أن تكون قادرة وبشكل دائم على مواجهة التغيرات البيئية وتنظيم أوضاعها الداخلية بما يتناسب مع المستجدات البيئية.

تمتلك الشركة مرونة داخلية حين تكون الشركة في حالة توليد مصادر مالية إضافية لأزمة لتغذية الاحتياجات الجديدة الضرورية دون الحاجة إلى التمويل الخارجي. وتتجدد هذه الطاقة في ضوء احتياجات رأس المال العامل وتحليل تكاليف الإنتاج (متغيرة وثابتة)، وكذلك تبعا لطبيعة بعض الموجودات التي يمكن الاستغناء عنها. كما إن هذه المرونة الداخلية تتكيف مع حالة الموجودات تبعاً لدرجة تقسيمها، دون أن تؤثر في عمليات الشركة. أما المرونة الخارجية فتسمح للشركة بالجوء إلى المؤسسات المالية أو مجهزي الأصول بناءً على سعة مديونيتها غير المُستغلة، (جمعة، 2000:334). وقد توصل (Marchica & Mura) إلى أنه يمكن تصنيف الشركة على إنها مرنة مالياً إذا كان لديها احتياطي سعة مديونية لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات متتالية. كما إن النتائج أشارت بقوة إلى إن الشركات التي تحصل على مرونة مالية من خلال احتياطي سعة المديونية ليس فقط قادرة على استثمار أكبر ولكن أيضاً لاستثمار أفضل. كما إنها تستطيع أن تضحي بالاقتراض اليوم لتعزيز قدرتها لاغتنام فرص نمو أفضل في المستقبل. وعلى الرغم من وجود المزايا الضريبية للتمويل بالدين، إلا إن الشركات لا تميل إلى استخدام أقصى قدر ممكن من الدين في هيكل رأس المال بسبب القيود من المقرضين والحاجة إلى الحفاظ على المرونة المالية (Marchica & Mura, 2010:1340,1343). كما وتعد الشركة مرنة مالياً إذا كانت قادرة على إصدار دين إضافي في إطار سعة مديونيتها. ومن المفترض إن الشركة لا تستنفد سعة مديونيتها بالكامل بل تحتفظ باحتياطي من المديونية لا يكون قريباً من أو لا يتجاوز سعة المديونية. لذا فإن سعة المديونية غير المستعملة يمكن أن تكون مؤشراً للمرونة المالية للشركة، وتقاس مقدار الديون الإضافية التي تستطيع الشركة إصدارها، لاسيما إذا كانت الشركة غير مقيدة في اتخاذ قرار إصدار أدوات الدين، ولديها سيولة كافية لمواجهة الصدمات من التدفقات النقدية، وقادرة على متابعة الفرص الاستثمارية في الوقت المناسب (Hess & Philipp, 2014:24).

ولدور سعة المديونية في الحفاظ على القدرة المالية وتفاذي الحرمان من الحصول على مصادر جديدة للتمويل، فقد تبين من الأزمات المالية العالمية الأخيرة إن 81 % من الشركات المقيدة تحصل على ائتمان محدود وأكثر من نصف الشركات تعاني وجود مشكلات في العثور على مصادر جديدة للأموال، مما أدى إلى الاستخدام الكثيف للأموال الداخلية، سواء الموجودات النقدية أو التدفقات النقدية الجديدة (Campello, et.al, 2010). إن المرونة المالية لها تأثير موجب في قيمة الشركة، وخاصة بالنسبة للشركات ذات رأس المال المنخفض أو الربحية المنخفضة (الشركات الجديدة أو المقيدة مالياً). فسعة المديونية غير المستخدمة تعزز المرونة المالية للشركة، مما يتيح لها القيام باستثمار أفضل وإضافة إيجابية لقيمة الشركة (Chue, 2012:23).

رابعاً- الإطار المفاهيمي للتدفق النقدي الحر ومضامينه للإدارة وذوي المصالح المشتركة

ظهر مصطلح التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow (FCF في أدبيات المحاسبة والمالية في إطار مصطلحات مختلفة مثل التدفق النقدي الفائض (Surplus cash flow)، والتدفق النقدي الإضافي (Excess cash flow)، والتدفق النقدي القابل للإتفاق (Disposable cash flow)، والتدفق النقدي القابل للتوزيع (Distributable cash flow). والفكرة وراء كل هذه المصطلحات هي قياس النقدية بعدها الأعلى المتولدة من الأنشطة التشغيلية خلال المدة، والتي يمكن توزيعها على المساهمين أو استثمارها دون التأثير في النمو المستقبلي للشركة (سالم وخشارمة، 2007:350). لقد كان (Jensen,1986) من الرواد الذين عرضوا فكرة التدفق النقدي الحر وقد قدم تعريفاً له، فقد عرف التدفق النقدي الحر بأنه النقد من الأنشطة التشغيلية بعد تخصيص النقد الضروري للاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة. وعلى وفق (Lehn & Poulsen,1989) فإن التدفق النقدي الحر هو الدخل التشغيلي قبل الاندثار وبعد الضريبة ومصرف الفائدة والأرباح للأسهم الممتازة والعادية. وكما عُرف أيضاً بأنه التدفق النقدي المتاح بالفعل للتوزيع على المستثمرين بعد أن تخصص الشركة كل الاستثمارات في الموجودات الثابتة، ورأس المال العامل اللازمين للمحافظة على استمرار العمليات (Brigham & Ehrhardt, 2002:46). وقد عرف أيضاً بأنه النقدية التي تُولد من النشاط، والتي يمكن توزيعها على المساهمين كأرباح دون المساس بالمستوى الحالي لنمو الشركة (Chughtai, et.al., 2011:557). في حين عرف (Dechow & Ge 2006) التدفق النقدي الحر بأنه التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية مضافاً لها التدفقات من الأنشطة الاستثمارية (Bhundia,2012:124). ويُعرف أيضاً بأنه النقد الذي لا يحتجز في الشركة لغرض إعادة استثماره في نشاطات الشركة بل يُوزع كمقسوم أرباح. وبذلك فإن مقسوم الأرباح للسهم الواحد سيساوي التدفق النقدي الحر للسهم الواحد (العامري، 2013:524).

تستند فرضيات التدفق النقدي الحر أساساً على أن هناك تضارباً في المصالح بين المديرين والمساهمين. فبدلاً من العمل لمصلحة المساهمين، فإن المدراء يمكن أن يخصصوا موارد الشركة لتحقيق منافع شخصية، أو الإتفاق غير المبرر على مكاتبهم وعمليات الدمج والتملك. وبالتالي، فإن الفائض النقدي يمكن أن يولد مشكلة الإفراط بالاستثمار، لأنه قد يستخدم لتمويل مشاريع ذات صافي قيمة حالية سالبة (Thanatawee, 2011:53).

ونظراً لمخاطر فقدان المديرين لوظائفهم فهم يحاولون تجنب استثمار التدفق النقدي الحر في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سالبة، كون ان قيمة الشركة تعتمد أساساً على التدفقات النقدية الحرة المتوقعة

في المستقبل (Ehrhardt & Brigham, 2011:66). وعليه يسعى مديرو الشركات إلى جعل الشركة ذات قيمة من خلال زيادة التدفق النقدي الحر الآن وفي المستقبل، بوصفه مقياساً مناسباً للأداء المالي، ونافذة على طبيعة الأعمال ونوعية الفرص المولدة للتدفق النقدي للمساهمة في توليد الثروة. لذا فإن الشركات التي لها تدفقات نقدية حرة موجبة سوف تؤدي إلى زيادة أسعار أسهمها السوقية من جانب، وفي الوقت نفسه تولد ضغوطاً على الإدارة من المستثمرين لزيادة التوزيعات النقدية على المساهمين من جانب آخر (التميمي والقيسي، 2012:277). أما إذا كان التدفق النقدي الحر سالباً، فليس بالضرورة أن يكون مؤشراً غير مفضل للشركة، فمن الممكن أن يكون نتيجة الاستثمار الكبير في الشركات، وهذا أمر طبيعي في الشركات الحديثة (Pouraghajan, et.al., 2012:2).

لذا تحتل التدفقات النقدية الحرة أهمية لكل من الإدارة وذوي المصالح المشتركة وعلى وفق الآتي:

- أ. تعد التدفقات النقدية الحرة، في طور الزيادة، دلالة على ارتفاع حجم الإيرادات في المدة القادمة، ويمكن الاستدلال على الزيادة في التدفقات النقدية الحرة من خلال مجالات عدة: نمو الإيرادات وتخفيض التكاليف، توزيع الأرباح لحملة الأسهم، تخفيض مستوى الديون، التحسن في مستوى الكفاءة، وإعادة شراء الأسهم المطروحة في التداول وغير ذلك.
- ب. إن التراجع في حجم التدفقات النقدية الحرة يعد بمثابة إشارة إلى متاعب ومشكلات تنتظر الشركة، لأن ذلك سيؤدي إلى فقدان الشركة قدرتها على مواصلة النمو وزيادة حجم الإيرادات. وهذا بدوره يدفع الشركة نحو البحث عن مصادر خارجية للتمويل، مما يعني ارتفاع حجم المديونية في هيكل رأس المال، الأمر الذي يؤثر في ملاءة الشركة، كما أنه يرفع من مستوى مخاطرة حقوق الملكية. إلى ذلك فإن تراجع مستوى التدفقات النقدية الحرة يمكن أن يحرم الشركة من السيولة اللازمة لمواجهة متطلباتها النقدية ويفقدها القدرة على مواصلة عملياتها، وربما التوقف عن العمل كلياً.
- ج. تمثل التدفقات النقدية الحرة المؤشر الأمثل للإفصاح عن النقدية المتاحة لسداد أصل الديون القصيرة والطويلة الأجل والفوائد المستحقة المرتبطة بأية اتفاقات جديدة للدين.
- د. التدفقات النقدية الحرة المتاحة للشركة هي نتيجة مقارنة أداء الشركة بأداء الشركات المماثلة وأداء الصناعة التي تنتمي إليها. وتحديد إمكانات تطور الشركة ونموها وبيان أثر ذلك في الأرباح وقيمة الأسهم (القويدر، 2013:36).
- هـ. لذا يتبين مما تقدم إن استخدام مؤشر التدفقات النقدية الحرة في قياس أداء الشركات، يعد من أفضل مؤشرات الأداء وأكثرها تمثيلاً لأوضاع الشركة وقدرتها على الاستمرار.

خامساً.. العلاقة النظرية لسعة المديونية والتدفق النقدي الحر بالمرونة المالية

بناءً على التعريفات الواردة لكل من سعة المديونية والتدفق النقدي الحر، فإن فائض سعة المديونية مع التدفق النقدي الحر يشكلان المرونة المالية للشركة. ومن الواضح إن الشركات التي لها تدفق نقدي حر عالٍ تستخدمه أما لدفع الأرباح للمساهمين أو لإعادة شراء الأسهم والبعض منها يقوم بتبديده بالاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سالبة (Carroll & Griffith, 2001:141,142). لذلك فإن في مثل هذه الشركات يقوم المساهمون بالضغط على إدارة الشركة من أجل استخدام التدفق النقدي الحر في توزيعات الأرباح واستخدام سعة المديونية الفائضة لزيادة مستوى الدين في استثمارات ذات صافي قيمة حالية موجبة.

إن التدفقات النقدية الحرة هي إحدى الطرائق لتحديد درجة المرونة المالية وهذا التحليل يبدأ بصافي التدفقات النقدية من العمليات وينتهي بالتدفقات النقدية الحرة وهذا المقياس يوضح مستوى المرونة المالية للشركة ويجب عن الأسئلة الآتية: (الدهراوي، 2011:183,184)

- هل الشركة قادرة على سداد التوزيعات دون الرجوع إلى مصادر تمويل خارجية.
- في حالة الكساد، هل الشركة قادرة على الاحتفاظ بمستوى إنفاقها الرأسمالي.
- ما مقدار النقدية التي يمكن استخدامها في الاستثمارات الإضافية، سداد الديون، شراء أسهم الخزنة أو الإضافة للسيولة.

سادساً.. أداء الشركة

إن الأداء هو حكم ذو قيمة، فهو يعد حكماً كونه قائماً على الحكم الشخصي و/ أو على تقييم الجدوى المالية والاقتصادية للمشروعات الاستثمارية. كما وإن هذا الحكم يجب أن يكون ذا قيمة لأنه قائم على أساس تحليل عائد ومخاطر تلك الاستثمارات. وتعد مؤشرات الربحية من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها المحللون الماليون ومستخدمو القوائم المالية في تقييم أداء الشركة، وتسعى الشركات نفسها إلى تحقيق أعلى معدل ممكن لهذه المؤشرات في ضوء تحقيق الأهداف الأخرى مثل السيولة وغيرها اقتناعاً منها بأهمية هذه المؤشرات في تقييم الأداء (نديم، 2013:39). وكما هو معروف فإن مقاييس الأداء المالية يدخل في قياسها الربح الممثل إما بصافي الربح المحسوب بعد الفائدة والضريبة أو إجمالي الربح التشغيلي الناشئ من مقابلة الإيرادات الاعتيادية مع تكاليفها.

يميز العديد من الكتاب والباحثين بين الربح والربحية، فالربح profit هو مقدار يستخرج من قائمة الدخل، في حين إن الربحية profitability هي نسبة هذا المقدار إلى عنصر من عناصر التشغيل داخل الشركة، لذا فإن اهتمام البحث الحالي يكون نحو الربحية بوصفها مؤشراً في تقييم

الأداء، وتعطي إجابات نهائية عن كفاءة الأداء المالي والتشغيلي لإدارة الشركة والسياسات التشغيلية والمالية للإدارة (الزبيدي، 2011:203).

يعد معدل العائد على الاستثمار (ROI) من أكثر المؤشرات التحليلية التي تستخدم في تقييم الأداء في الشركات والتي تهتم الإدارة والمالكين والمستثمرين (عصام، 2012:71)، ويعرف العائد بأنه الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة (Gangadhar & Babu, 2006:28). ويسمى كذلك العائد على الموجودات وقياس الكفاءة الكلية للإدارة في تحقيق الأرباح باستخدام الموجودات المتاحة للتشغيل، وكلما كان العائد أعلى من الموجودات كان ذلك أفضل (Gitman & Zutter, 2012:81). وتبحث الشركات دائماً عن الزيادة في العائد على الاستثمار، لأنه المقياس لربحية كافة استثمارات الشركة القصيرة والطويلة الأجل، وإن ارتفاع هذا المؤشر يدل على كفاءة سياسات الإدارة الاستثمارية والتشغيلية (العامري، 2013:88)، وإن انخفاض النسبة يعني إن الشركة لم تستطع استخدام موجوداتها بشكل فعال (الشرقظلي، 2010:57)، أي أنه يعكس أثر الأنشطة التشغيلية والاستثمارية للشركة ولا يعكس أثر الأنشطة التمويلية في الربحية (نديم، 2013:40). وهناك عدة طرائق لحساب العائد على الاستثمار، ولإغراض البحث، سيعتمد معدل العائد على الاستثمار على وفق المعادلة رقم (5) الواردة في منهجية البحث وذلك للأسباب الآتية:

أ. إن اعتماد الأرباح قبل الفائدة والضريبة هي نتيجة لطرح تكاليف النشاط التشغيلي من إيرادات النشاط التشغيلي للشركة، أي إنها تبين الدخل من النشاط الجاري للشركة قبل أية نفقات أو إيرادات أخرى لم تنتج عن نشاطها الجاري. كما إن الضرائب تحتسب على وفق تعليمات وقوانين مختلفة خارج سيطرة إدارة الشركة وقد تؤثر كثيراً في صافي الربح المتاح لحملة الأسهم العادية، فضلاً عن توزيعات الأسهم الممتازة. وبما إن العائد على الاستثمار هو مقياس لكفاءة إدارة الشركة في تحقيق الأرباح باستعمال موجوداتها، علاوة على ذلك فإنه يكون معبراً أكثر عند المقارنة بين شركات لها مواقف ضريبية وروافع مالية مختلفة. لذا فلو اعتمد صافي الدخل لحملة الأسهم العادية في حساب ROI سيكون أقل تمثيلاً من المتحقق فعلياً.

ب. بالنسبة لمتوسط الموجودات يعد الأقرب من مجموع الموجودات في نهاية المدة للتعبير عن الدخل المتولد، فربما تكون هناك إضافات أو استبعادات خلال المدة المالية، وخاصة قرب نهاية المدة المالية، إذ من الممكن أن تكون هناك استبعادات لموجودات كان لها أثر في توليد الدخل، وكذلك قد تكون هناك إضافات لموجودات لم يكن لها تأثير في توليد الدخل. والسبب الأكثر أهمية

- هو لتفادي تلاعب إدارة الشركة بتضخيم أرباحها عن طريق البيع الصوري لبعض موجوداتها في نهاية الفترة المالية ومن ثم إعادتها في بداية الفترة المالية التالية¹.
- ج. تشير إلى الأرباح الناجمة عن كل دينار مستثمر بالموجودات على وفق قيمتها الدفترية. وعليه فإن تحقيق المزيد من القوة الإيرادية يعد استثماراً جيداً على المدى المتوسط والطويل. وهو أكثر تمثيلاً لأداء الشركة على وفق إيراداتها النمطية المتحققة من نشاطها الفعلي (المبيعات) وعلى وفق ما قدمته شركة دي بونت (DuPont) إحدى كبرى الشركات الكيمائية الأمريكية في تطوير نظام العائد على الاستثمار (هامش الربح ومعدل دوران الموجودات).
- د. وعلى هذا الأساس يبين معدل العائد على الاستثمار طريقه لتحليل أكبر قدر من بنود قائمتي الدخل والميزانية العمومية، وذلك لمعرفة أوجه القصور أو التفوق في أداء الشركة.

المبحث الثالث

تحليل نتائج اختبار فرضيات البحث أولاً- نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى

يعرض الجدول (6) اختبار علاقة وأثر نسبة تغطية الموجودات والتدفقات النقدية الحرة بالعائد على الاستثمار، ومنه يتضح وجود علاقة ارتباط قوية موجبة بلغت (77.1%) وهي معنوية عند مستوى دلالة (5%). كما يشير الجدول إلى وجود أثر للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع فقد فسرت المتغيرات المستقلة ما نسبته (59.5%) من التباين الحاصل بالعائد على الاستثمار كما هو واضح من معامل التحديد (R^2)، أما النسبة المتبقية (40.5%) فتعود لعوامل أخرى. وإن هذا الأثر معنوي وذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (5%) لأن قيمة (F) المحسوبة والبالغة (41.845) أكبر من (F) الجدولية البالغة (3.150)، وعند مستوى دلالة (5%). كما أشارت نتائج الجدول إلى عدم وجود ارتباط ذاتي (Autocorrelation) بين الأخطاء الداخلة في معادلة الانحدار إذ بلغت قيمة (Durbin-Watson (DW)، المحسوبة (2.062) وهي ضمن الحدود الجدولية المقبولة لهذه القيمة والتي تقع بين (1.65 - 2.35).

¹ تقوم إدارة الشركة ببيع بعض موجوداتها بالاتفاق مع طرف ثان في نهاية الفترة المالية لغرض زيادة أرباحها في القوائم المالية ومن ثم زيادة القيمة السوقية للشركة، ويتم بعد ذلك إرجاعها في بداية الفترة المالية التالية، وهذا ما يسمى بالمحاسبة الإبداعية.

جدول (6)

نتائج اختبار الانحدار المتعدد لنسبة تغطية الموجودات والتدفق النقدي الحر في العائد على الاستثمار

المتغير التابع (Y ₁) العائد على الاستثمار ROI			
Adjusted R ²	R ²	R	
0.581	0.595	0.771	
2.062		(DW)Durbin-Watson : Test	
Sig.	F الجدولية	F المحسوبة	F- test
0.000	3.150	41.845	

• المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي spss

وبناءً على ما تقدم تُرفض الفرضية العدمية وتُقبل الفرضية البديلة ومفادها "توجد علاقة وأثر ذو دلالة إحصائية لنسبة تغطية الموجودات والتدفق النقدي الحر في معدل العائد على الاستثمار". أي إن قبول الفرضية البديلة يؤشر حقيقة علمية بأن نسبة تغطية الموجودات مؤشراً ضامناً لسعة المديونية، وبالتالي إتاحة الحجم الأكبر من الموجودات للاستثمار يمكن أن ينعكس بأثر إيجابي في ربحية الشركة من جانب ويعزز المركز الائتماني للشركة أمام الدائنين بالحصول على أموال إضافية لاستثماراتها من جانب آخر. وإن وجود التدفقات النقدية الحرة سوف يعزز من قدرة الشركة على تغطية الفرص الاستثمارية، إذ كلما أُتيحت للشركة تدفقات نقدية حرة تمكنت من تغطية الفرص الاستثمارية الجذابة فينعكس ذلك على معدل العائد على الاستثمار.

تنسجم هذه النتائج مع دراسات أخرى من زوايا ومتغيرات متعددة مثل دراسة (Kane, et.al, 1989) وكذلك دراسة (الاعبري، 2002) (Aivazian & Ge, 2003) لكنها أظهرت تأثيراً سلبياً للرافعة المالية في معدل العائد على الاستثمار. كما إنها اختلفت مع دراسة (الأغا، 2005) التي أثبتت عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية والعائد على الاستثمار. وهي تنسجم مع دراسة (التميمي والقيسي، 2012) من حيث علاقة التدفق النقدي الحر بالقيمة السوقية للشركة بوصفها مؤشراً عاماً لقياس الأداء الخارجي للشركة، وكلفة رأس المال. وتتفق إلى حد ما مع دراسة (Hong, et.al, 2012) من حيث وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركة، ولكنها علاقة سلبية.

ثانياً- نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثانية

يعرض الجدول (7) اختبار علاقة وأثر نسبة تغطية الموجودات ونسبة تغطية الدين والتدفقات النقدية الحرة في العائد على الاستثمار، ومنه يتضح وجود علاقة ارتباط قوية موجبة بلغت (78%) وهي معنوية عند مستوى دلالة (5%). كما يشير الجدول إلى وجود أثر للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع فقد فسرت المتغيرات المستقلة مانسبته (60.9%) من التباين الحاصل بالعائد على الاستثمار كما هو واضح من معامل التحديد (R^2)، أما النسبة المتبقية (39.1%) فتعود لعوامل أخرى. وان هذا الأثر معنوي وذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (5%) لأن قيمة (F) المحسوبة والبالغة (29.079) اكبر من (F) الجدولية البالغة (2.758)، عند مستوى دلالة (5%). كما أشارت نتائج الجدول إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء الداخلة في معادلة الانحدار إذ بلغت قيمة (DW) المحسوبة (1.936) وهي ضمن الحدود الجدولية المقبولة لهذه القيمة والتي تقع بين (1.69 - 2.31).

جدول (7)

نتائج اختبار الانحدار المتعدد لنسبة تغطية الموجودات ونسبة تغطية الدين والتدفق النقدي الحر في العائد على الاستثمار

المتغير التابع (Y_1) العائد على الاستثمار ROI			
Adjusted R^2	R^2	R	
0.588	0.609	0.780	
1.936		: (DW) Durbin-Watson Test	
Sig.	F الجدولية	F المحسوبة	F- test
0.000	2.758	29.079	

- الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي spss

بناءً على ما تقدم تُرفض الفرضية العدمية وتُقبل الفرضية البديلة ومفادها "توجد علاقة وأثر ذو دلالة إحصائية لنسبة تغطية الموجودات ونسبة تغطية الدين والتدفق النقدي الحر في معدل العائد على الاستثمار". أي إن قبول الفرضية البديلة يشير إلى أثر إضافة المتغير المستقل الآخر (نسبة تغطية الدين) إلى المتغير نسبة تغطية الموجودات، قد عزز من الضمانة لسعة المديونية. ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الزيادة الحاصلة في معامل الارتباط R ومعامل التحديد R^2 ، وبالتالي زيادة تعزيز المركز الائتماني للشركة أمام المقرضين لغرض الحصول على قروض إضافية لاستثمارها في مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة، والذي بدوره يؤدي إلى زيادة قيمة الضمانات وبالتالي زيادة ثقة المقرضين، والذي ينعكس إيجاباً في العائد على الاستثمار. هذا فضلاً عن وجود تدفقات نقدية حرة تزيد من ثقة المقرضين في إمكانية تسديد أصل الدين في تاريخ الاستحقاق.

ثالثاً- نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثالثة

يعرض الجدول (8) اختبار علاقة وأثر نسبة تغطية الموجودات ونسبة تغطية الدين ونسبة تغطية الفائدة والتدفقات النقدية الحرة في العائد على الاستثمار، ومنه يتضح وجود علاقة ارتباط قوية موجبة بلغت (78%) وهي معنوية عند مستوى دلالة (5%). كما يشير الجدول إلى وجود أثر للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع فقد فسرت المتغيرات المستقلة ما نسبته (60.9%) من التباين الحاصل بالعائد على الاستثمار كما هو واضح من معامل التحديد (R^2)، أما النسبة المتبقية (39.1%) فتعود لعوامل أخرى. وإن هذا الأثر معنوي وذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (5%) لأن قيمة (F) المحسوبة والبالغة (21.420) أكبر من (F) الجدولية والبالغة (2.525)، عند مستوى دلالة (5%). كما أشارت نتائج الجدول إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء الداخلة في معادلة الانحدار إذ بلغت قيمة (DW) المحسوبة (1.935) وهي ضمن الحدود الجدولية المقبولة لهذه القيمة والتي تقع بين (1.73 - 2.27).

جدول (8)

نتائج اختبار الانحدار المتعدد لنسبة تغطية الموجودات ونسبة تغطية الدين ونسبة تغطية الفائدة والتدفق النقدي الحر في العائد على الاستثمار

المتغير التابع (Y ₁) العائد على الاستثمار ROI						
Adjusted R ²		R ²		R		
0.581		0.609		0.780		
		1.935		: (DW)Durbin-Watson Test		
Sig.		F الجدولية		F المحسوبة		F- test
0.000		2.525		21.420		

• الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي spss.

بناءً على ما تقدم ترفض الفرضية العدمية وتقبل الفرضية البديلة ومفادها توجد علاقة وأثر ذو دلالة إحصائية لنسبة تغطية الموجودات ونسبة تغطية الدين ونسبة تغطية الفائدة والتدفق النقدي الحر في معدل العائد على الاستثمار". وعلى الرغم من إضافة متغير مستقل آخر (نسبة تغطية الفائدة) إلى المتغيرين السابقين (نسبة تغطية الموجودات ونسبة تغطية الدين) إلا إن معامل الارتباط ومعامل التحديد لم تتغير أي أن هذا النموذج مازال يعطي نتائج النموذج السابق نفسها، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة الثلاثة (نسبة تغطية الموجودات، نسبة تغطية الدين، ونسبة تغطية الفائدة) هي ضمانات لسعة المديونية. وبالتالي نعرز من المركز الائتماني للشركة وزيادة ثقة الدائنين ومن ثم إمكانية الاقتراض في حال توافر فرص استثمارية جيدة. وهذا ما ينعكس إيجاباً على عائد الموازنة. فضلاً عن ذلك وجود التدفقات النقدية الحرة، والتي تزيد من إمكانية تغطية الفرص الاستثمارية، فضلاً عن تعزيز الثقة لدى الدائنين بتسديد أصل الدين والفائدة في الأجل المحدد.

المبحث الرابع الاستنتاجات والتوصيات أولاً.. الاستنتاجات

في ضوء نتائج عملية تحليل البيانات والمعلومات التي تمت على وفق الأساليب الإحصائية المعتمدة للتأكد من صحة نتائجها تم التوصل إلى الاستنتاجات الآتية:

1- بينت الدراسة وعبر مؤشر نسبة تغطية الموجودات إن أغلب الشركات عينة الدراسة تتمتع بنسبة تغطية عالية (انظر الجدول رقم 1). وبما إن هذه النسبة تعطي لمحة سريعة عن الموقف المالي للشركة من خلال قياس موجوداتها النقدية والملموسة مقابل التزاماتها المالية، ولكون بسط المعادلة يتضمن صافي رأس العامل وهو مؤشر للسيولة، مما يؤدي إلى تعزيز ثقة المقرضين بالشركة، وبالتالي إمكانية حصولها على القروض عند توافر الفرص الاستثمارية المناسبة.

2- أظهرت الدراسة وعبر مؤشر نسبة تغطية الدين أن 25% من الشركات عينة الدراسة تتمتع بمتوسط نسبة تغطية دين يتجاوز المعدل المقبول للصناعة (انظر الجدول رقم 2)، وهذا يعني إن أدائها جيد بالنسبة للصناعة، أي بمعنى آخر أن لها تدفقات نقدية تشغيلية قادرة على تغطية الدين مما يعطيها مرونة مالية كبرى للاستدانة من أجل الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة، وبالتالي زيادة معدل العائد على الاستثمار.

3- على الرغم من أن أغلب الشركات عينة الدراسة لديها نسبة تغطية فائدة أكبر من واحد صحيح، إلا أن بعضها لم يصل إلى المعيار الأفضل للصناعة وهو 3 مرات (انظر الجدول رقم 3)، لذا فإن الشركات التي كان لها متوسط نسبة تغطية الفائدة مساوٍ أو أكبر من معدل الصناعة تحظى بثقة أكبر من المقرضين لقدرتها على تسديد فوائد القروض.

4- بينت الدراسة من خلال التدفق النقدي الحر أن جميع شركات عينة الدراسة لها متوسط تدفق نقدي حر موجب (انظر الجدول رقم 4)، مما يعزز ثقة المستثمرين بها، ويمكنها من تعقب فرص استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، لاسيما إذا كان لديها سعة مديونية تعزز من أهمية هذه التدفقات.

5- على الرغم من أن أغلب الشركات لها سعة مديونية وتدفق نقدي حر جيد على وفق المؤشرات المعتمدة في الدراسة، إلا إن هناك انخفاض وتباين في معدل العائد على الاستثمار بين الشركات عينة الدراسة تتراوح بين 0.1% إلى 19% تقريباً (انظر الجدول رقم 5)، وهذا يعني عدم استغلال سعة المديونية والتدفق النقدي الحر بالشكل الذي يؤدي إلى زيادة معدل العائد على الاستثمار.

6- من خلال تحليل الانحدار المتعدد ظهر أن الأتمودج الثاني والأتمودج الثالث لهما ذات المعامل للارتباط والتحديد، إلا أن الخطأ المعياري المقدّر (Std. Error of the Estimate) للأتمودج الثاني البالغ (4.307) هو أقل من الأتمودج الثالث البالغ (4.346)، وكذلك معامل التحديد المعدل (Adjusted R Square) للأتمودج الثاني أكبر من الأتمودج الثالث، وهذا يعني أن الأتمودج الثاني هو الأفضل من بين نماذج الفرضيات الفرعية، إذ إن أنموذج الانحدار المتعدد قوي ومعنوي إحصائياً وعليه يمكن صياغة الأتمودج كالاتي:

$$Y_1 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_4 X_4$$

7- استناداً إلى تحليل نتائج اختبار الانحدار المتعدد والارتباط لمؤشرات سعة المديونية (نسبة تغطية الموجودات ونسبة تغطية الدين ونسبة تغطية الفائدة)، والتدفق النقدي الحر في العائد على الاستثمار، تم إثبات عدم صحة الفرضية الرئيسية والتي تنص على (لا توجد علاقة وأثر ذو دلالة إحصائية لسعة المديونية والتدفق النقدي الحر في أداء الشركة)، وقبول الفرضية البديلة لها ومفادها إن الشركات التي تمتلك مرونة مالية (سعة المديونية والتدفق النقدي الحر) قادرة بالتأثير على أدائها المعبر عنه بالعائد على الاستثمار.

ثانياً- التوصيات

- 1- زيادة الاهتمام بسعة المديونية لتعزيز موقف الشركة أمام المستثمرين والدائنين وذلك باعتماد نسبة تغطية الموجودات ونسبة تغطية الدين والتدفق النقدي الحر، واستخدامها في مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة. أي عدم الاستخدام المفرط للديون في هيكل رأس المال بشكل لا يبرر التمويل اللازم للفرص الاستثمارية.
- 2- ضرورة البحث عن مصادر التمويل المقترض طويلة الأجل لأهمية القروض طويلة الأجل وتوظيفها بشكل يؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية، إلا أن ذلك مقيد بالقدرة على الاستثمار الكفاء في موجودات الشركة بهدف رفع كفاءة الإنتاج، وتخفيض تكاليف التشغيل الثابتة، وزيادة المبيعات من خلال البحث عن مزايا تنافسية.
- 3- بما إن التدفقات النقدية الحرة وكما أثبتت الدراسات السابقة لها محتوى معلومات، لذا ينبغي إعطاؤها المزيد من الاهتمام والدراسة لإبراز دورها لمتخذي القرار والاستفادة في صنع وتقييم القرارات الاستثمارية، والتأكيد عليها ونشرها في التقارير المالية للشركة أو في إعلانات خاصة أثناء اجتماعات الهيئة العامة.
- 4- وضع خطة إستراتيجية لمراقبة أداء مشاريع الاستثمارات الرأسمالية للشركات، لما له من أهمية كبيرة في استمرار ونمو الشركة، وذلك من خلال العائد على الاستثمار.

5- على الشركات التي لها نسبة تغطية دين أقل من متوسط الصناعة أن تصل إلى المستوى القياسي. اي جعل نسبة تغطية الدين أكبر من واحد صحيح من خلال زيادة التدفقات النقدية التشغيلية أو محاولة تخفيض الديون الغير ضرورية (غير مبررة) ضمن هيكل رأس المال.

أولاً المصادر العربية أ. الوثائق والنشرات الرسمية

1. القوائم المالية للشركات عينة البحث للفترة (2009-2013).

ب. الكتب

2. تيم، فايز، 2011، "مبادئ الإدارة المالية"، الطبعة الثانية، أثراء للنشر والتوزيع، عمان/الأردن.
3. جمعة، السعيد فرحات، 2000، "الأداء المالي لمنظمات الأعمال: والتحديات الراهنة"، دار المريخ للنشر، الرياض/ المملكة العربية السعودية.
4. الدهراوي، كمال الدين مصطفى، 2011، "تحليل القوائم المالية"، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية / مصر.
5. الزبيدي، حمزة محمود، 2011، "التحليل المالي: لإغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل"، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان/ الأردن.
6. الشيخ، فهمي مصطفى، 2008، "التحليل المالي"، الطبعة الأولى، رام الله/فلسطين.
7. العامري، محمد علي إبراهيم، 2010، "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الأولى، أثراء للنشر والتوزيع، عمان/ الأردن.
8. العامري، محمد علي إبراهيم، 2013، "الإدارة المالية الحديثة"، الطبعة الأولى، دار الأوائل للنشر والتوزيع، عمان/ الأردن.

ج. الرسائل والاطاريح

- 9- الأغا، بسام محمد، 2005، "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"، رسالة ماجستير، كلية التجارة/ الجامعة الإسلامية، غزة.
- 10- الأغبري، ثروة محمد، 2002، "أثر الرافعة المالية على الأداء للشركات الصناعية الغذائية اليمنية"، رسالة ماجستير، جامعة صنعاء.
- 11- الشرقطلي، هدى محمد، 2010، "أثر الخصخصة على الأداء المالي للشركات الأردنية وارتباط ذلك بنوع وحجم وتطور الشركة في السوق"، رسالة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، عمان/الأردن.

- 12- عصام، عباسي، "تأثير جودة المعلومة المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية واتخاذ القرارات: دراسة حالة ليند غاز"، 2012، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير/جامعة قاصدي مرباح ورقلة.
- 13- القويدر، امجد سالم، 2013، "أثر مشكلة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة وهيكل الملكية على كلفة رأس المال والقيمة السوقية المضافة للشركات"، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية.
- 14- نديم، مريم شكري محمود، 2013، "تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن"، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، عمان/الأردن.

د.المجلات والدوريات

- 15- التميمي، ارشد فؤاد، والقيسي، احمد فارس، 2012، " قياس العلاقة بين التدفق النقدي الحر وكلفة رأس المال وأثرها على القيمة السوقية المضافة ": دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، المجلد (36)، العدد (3)، الصفحات 269-292.
- 16- سالم، عبد الرزاق حسين وخشارمة، حسين علي، 2007، " المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"، *مجلة دراسات العلوم الإدارية*، مجلد(34)، العدد (2)، الصفحات 348-362.
- 17- محمد، فاطمة جاسم، ونجم، بان توفيق، 2009، " أثر الملكية في المرونة المالية للمصارف: دراسة مقارنة بين مصرفي الشرق الأوسط العراقي للاستثمار ومصرف الاستثمار السعودي"، *مجلة الاقتصاد الخليجي* العدد (16)، الصفحات 195-234.

ثانيا-المصادر الأجنبية

A-Books

- 18- Brigham, E.F, and Ehrhardt, M.C, 2002, "*Financial Management*", Tenth Edition, South-Western, U.S.A.
- 19- Ehrhardt, M.C., and Brigham, E.F., 2011, "*Financial Management*", thirteen edition, South-Western, U.S.A.
- 20- Gangadhar, V. and Ramesh G.Babu, 2006, "*Investment Management*", Anmol Publications, Pvt. Ltd. New Delhi, India.
- 21- Gitman, L.J., and Zutter, C.J., 2012, "*Principles of Managerial Finance*", Thirteen Edition, Prentice Hall, U.S.A.
- 22- Gujarati, D.N. 2003. "*Basic Econometrics*". 4th ed., New York, McGraw Hill.

B- Periodicals

- 23- Aivazian, A. Varouj, Ge Ying, and Qiu Jiaping, 2005, "The Impact of Leverage on Firm Investment: Canadian Evidence, *Journal of Corporate Finance*, Vol. (11), March (1-2), PP. 277-291.
- 24- Barclay, M.J., Morellec, E., and Smith, C.W., 2006, "On The Debt Capacity of Growth Option", *Journal of Business*, VOL. (79), NO. (1), PP. 37-59.
- 25- Bhundia, A., 2012, "A Comparative Study Between Free Cash Flows and Earning Management", *Business Intelligence Journal*, Vol. (5), No. (1), PP. 123-129.
- 26- Bitro and John, 2001, "The Leverage and Growth Opportunity", *Journal of Accounting Education*, No. (17), PP. 111-122.
- 27- Campello, M., Graham, J.R. and Harvey, C.R., 2010, "The Real Effects of Financial Constraints: Evidence From a Financial Crises", *Journal of Financial Economics*, VOL. (97), NO. (3), PP. 470-487.
- 28- Carroll, C, and Griffith, J.M, 2001, "Free Cash Flow, Leverage, and Investment Opportunities", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. (40), No. (3,4), PP. 141-153.
- 29- Chirinko, R. And A. Singha, 2000, "Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment", *Journal of Financial Economics*, VOL.(58), ISS.(3), PP. 412-425.
- 30- Chughtai, S., Riaz, M, Noor, S, and Zafar, N, 2011, "Free Cash Flow Anomaly: Evidence from The Karachi", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. (3), No.(8), PP. 550-569.
- 31- Coskun, M. and Kulali, G., 2012, "Comparative Due Diligence Analysis of Debt Capacity and Cost of Debt: Companies in Euro Area Versus Companies in Turkey", *Journal of Business, Economics & Finance*, Vol. (1), Iss. (3), PP. 52-69.
- 32- Hahn, J., and Lee, H., 2009, "Financial Constraint, Debt Capacity, and the Cross Section of Stock Returns", *The Journal of Finance*, VOL. (64), NO.(2), PP. 891-921.
- 33- Hong, H., and Alfred, R., 1978, "Debt Capacity, Optimal Capital Structure and Capital Budgeting Analysis", *Financial Management*, VOL. (7), NO.(3), PP. 7-11.
- 34- Hong, Z, Shuting, Y, and Meng, Z, 2012, "Relationship between Free Cash Flow and Financial Performance Evidence from The Listed Real Estate Companies in China", *International Conference on Innovation and Information Management*, Vol. (36), PP. 331-335.
- 35- Iqbal, A., Hameed, I., and Ramzan, N., 2012, "The Impact of Debt Capacity on Firm's Growth", *America Journal of Scientific Research* Issn 1450-223x, Issue 59, PP. 109-115.
- 36- Iskandar, T.M, Bukit, R.B, and Sanusi, Z.M, 2012, "The Moderating Effect of Ownership Structure on the Relationship Between Free Cash Flow and Asset Utilization", *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol. (8), No. (1), PP. 69-89.

- 37- Jensen, C.M, 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. (76), No. (2), PP. 323-329.
- 38- Kolker, K., 2013, "Debt Capacity FOR Short-Term financing In Financial Crises", *The Bonn Journal of Economics*, Vol. (2), NO. (1), PP. 31-42.
- 39- Lehn, K., & Poulsen, A., 1989, "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions", *The Journal of Finance*, Vol. (44), No. (3), PP. 771-787.
- 40- Lemmon, M.L., and Jaime,F.Z., 2010, "Debt Capacity and Test of Capital Structure Theories", *Journal of Quantitative Financial Analysis*, 45, PP. 1161-1187.
- 41- Marchica, M.T., and Mura, R., 2010, "Financial Flexibility Investment Ability, and Firm Value: Evidence From Firms With Spare Debt Capacity", *Financial Management*, PP. 1339-1365.
- 42- Myers, S., 1984, "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, VOL. (39), ISS. (3), PP. 575-592.
- 43- Pouraghajan, A, Tabari, N.A, Mansourinia, E, 2012, "The Effect of Free Cash Flow and Agency Costs on Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange", *World of Sciences Journal*, Vol. (1), No. (6), PP. 1-10.
- 44- Rathinasamy, R.S., Philippatos, G.C., and Shrieves, R.E., 1991, "Mergers, Debt Capacity, and Stockholder-Bondholder Wealth Transfers", *The Journal of Applied Business Research*, VOL. (7), NO. (3), PP. 92-103.
- 45- Richardson, S, 2006, "Over Investment Of Free Cash Flow", *Review of Accounting Studies*, Vol. (11), PP. 159-189.
- 46- Shyam-Sunder, L. and Myers, S. , 1999, "Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, VOL.(51), ISS. (2), PP. 219-244.
- 47- Smith, C., 1998, "Measuring and Forecasting Debt Caoacity: The State of Oregon Experience", *Government Finance Review*, VOL. (14), NO.(6), PP. 52-55.
- 48- Thanatawee, Y., 2011, "Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Dividend Policy in Thailand", *International Journal of Financial Research*, Vol. (2), No. (2), PP. 52-60.

C-Thesis

- 49- Chue, S.N., 2012, "Cash Holding, Capital Structure and Financial Flexibility", Ph.D. Thesis, University of Nottingham.

D- Internet Resources

- 50- Adriano, A. Rompini, and S.Viswanthan, 2008, "Collateral, Financial Intermediation, and the Distribution of Debt Capacity", www.bis.org/bcbs/events/rtf08rtmfs/rampiniviswanathan.pdf.
- 51- Hess, D.,and Philipp, I., 2014, "How Much Is Too Much? : Debt Capacity and Financial Flexibility", Papers. ssrn.com /so13/ papers.cfm?. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1990259
- 52- McMahoo, Mary,2014 <http://www.wisegeek.com/what-is-debt-capacity>