

Financial flexibility and its impact on company value: A study on a sample of companies listed on the Iraq Stock Exchange

Harith G. Al-Dabbagh

Department of Banking and Financial Sciences, College of Administration and Economics, University of Mosul, Mosul, Iraq

Article information:

Received: 26-12-2023
Revised: 08-01-2024
Accepted: 10-01-2024
Published: 25-01-2024

Corresponding author:

Harith G. Al-Dabbagh
hareth_ghazi@uomosul.edu.iq



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

Abstract:

The form of estimating, analyzing and interpreting the mechanism and channels of influence that financial flexibility can have with its sub-indices represented by (Liquidity CU, Financial Leverage (FL), towards the value of the company (MVA) for a sample of companies listed on the Iraq Stock Exchange consisting of six companies and for the period (2012-2022).), the main goal that the research sought to achieve. To achieve this, in addition to proving its hypotheses, the research adopted the sum of pooled averages methodology based on the Autoregressive Distributed Lag and Pooled Mean Group (PMG/ARDL) methodology, based on data. The Balanced Longitudinal Panel Data, with a number of views amounting to (66) views, and its experimental results came to confirm that high levels of financial flexibility, whether through an increase in the liquidity index or through a decrease in the financial leverage index, are usually accompanied by positive effects on the company value index on... Long term due to the positive impact that financial flexibility has on the rise in the total market value of securities listed on the financial market, This calls for companies to pay attention to financial flexibility indicators and adopt them as a guide in their work because of their significant and effective role in controlling their sources of financing, protecting them from the risk of default, and supporting their ability to seize available investment opportunities, as well as confronting and overcoming financial crises by increasing the size of their assets compared to their debts and ensuring the availability of... Liquidity below the acceptable level.

Keywords: financial flexibility, company value, financial leverage, liquidity, company size.

Conclusions:

1. The study results have demonstrated a correlation between financial flexibility indicators, represented by liquidity and financial leverage, and the company's value, with company size being a controlling variable.
2. The increase in financial flexibility indicators is typically accompanied by a long-term rise in the company's value index due to the positive impact that financial flexibility has on increasing the total market value of securities listed in the financial market, thereby elevating the company's value.
3. The inverse relationship between the financial leverage ratio and the company's value indicates that a decrease in financial flexibility, indicated by higher levels of financial leverage, weakens the company's ability to face emergencies and obtain financing. Additionally, it hinders the company's ability to seize and create new investment opportunities, negatively and significantly impacting the reduction of the company's value.

المرونة المالية وأثرها في قيمة الشركة: دراسة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

حارث غازي الدباغ

قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، الموصل، العراق

المستخلص:

شكل تقدير وتحليل وتفسير آلية وقنوات التأثير الذي يمكن ان تمارسه المرونة المالية بمؤشرات الفرعية المتمثلة بـ(السيولة CU، والرافعة المالية FL)، تجاه قيمة الشركة (MVA) لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية مؤلفة من ست شركات وللمدة (٢٠١٢-٢٠٢٢)، الهدف الرئيس الذي سعى اليه البحث لتحقيقه. وللوصول الى ذلك، علاوة على اثبات فرضياته، اعتمد البحث منهجية مجموع المتوسطات المجمعنة المستندة الى منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (Autoregressive Distributed Lag and (PMG/ARDL (Balanced Pooled Mean Group)، المستندة على البيانات الطولية المتوازنة (Balanced Panel Data)، وبعد مشاهدات بلغت (٦٦) مشاهدة، وقد جاءت نتائج التجربة لتؤكد على ان ارتفاع مستويات المرونة المالية سواء من خلال ارتفاع مؤشر السيولة منها او عبر انخفاض مؤشر الرافعة المالية عادة ما يرافقه اثرا ايجابية في مؤشر قيمة الشركة على المدى الطويل بسبب الاثر الايجابي الذي تتركه المرونة المالية في ارتفاع اجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق المالية، وهو ما يستدعي اهتمام الشركات بمؤشرات المرونة المالية، وتبنيها كدليل ارشادي في عملها لما لها من دور كبير وفعال في التحكم بمصادر تمويلها وحمايتها من خطر التعثر ودعم امكانية اقتناصها الفرص الاستثمارية المتاحة، فضلاً عن مواجهة الازمات المالية والتغلب عليها عبر رفع حجم موجوداتها مقارنة بديونها وضمان توفر السيولة عن المستوى المقبول.

الكلمات المفتاحية: المرونة المالية، قيمة الشركة، الرافعة المالية، السيولة، حجم الشركة.

معلومات البحث:

- تاريخ استلام البحث: ٢٦-١٢-٢٠٢٣
- تاريخ ارسال التعديلات: ٠٨-٠١-٢٠٢٤
- تاريخ قبول النشر: ١٠-٠١-٢٠٢٤
- تاريخ النشر: ٢٥-٠١-٢٠٢٤

المؤلف المراسل:

حارث غازي الدباغ

hareth_ghazi@uomosul.edu.iq



هذا العمل مرخص بموجب
المشاع الابداعي نسب المصنف ٤.٠
دولي (CC BY 4.0)

المقدمة

نظرا لعددها احد اهم مؤشرات كفاءة إدارة الشركة في تحقيق أهدافها واستغلال مواردها في الوصول الى ذلك، وغاية استراتيجية رئيسية يرغب المستثمرون في عدم التخلي عنها، ومرشداً قيمياً لجذب المستثمرين المحتملين. وخضوعها للتغيير في سياق ديناميكي متناغم مع حالة الشركة والأوضاع الاقتصادية المحيطة بها، فقد شكل الاهتمام بقيمة الشركة والعوامل المؤثرة فيها والمتعلقة بالقرارات الاستثمارية ام ما هو خاص بالقرارات التمويلية التي تشكل المرونة المالية احد عقارب بوصلتها، موضوعاً اقتصادياً ومالياً حاضراً ومستمرًا في التحليل والتقييم والدراسة، سواء في اطره النظرية ام دراساته التجريبية.

لقد شكلت المرونة المالية او ما عرفت في بعض الادبيات المالية بقوة الاقتراض الاحتياطية بعدها قدرة الشركات والمؤسسات المالية وسرعتها في تهيئة الموارد المالية المرغوبة في ظل حالات عدم اليقين التي تتعرض لها الشركات وتوفر السعة الاستيعابية للديون الاحتياطية (SDC) (Spare Debt Capacity)، ورغبتها في اتخاذ القرارات والتدابير القادرة على تحقيق كفاءة استغلالها والوصول بقيمتها الى مستوياتها العظمى، وما يترتب عليه من الحفاظ على بقاء الشركة واستمرارها (Byoun,2007,132)، (Fairhurst,2014,8)، وانعكاس مستويات تأثيرها في متغيرات الشركة وعوامل ادائها ومنها مؤشر قيمة الشركة كأحد الابعاد الرئيسية التي تحورت حولها الدراسات المالية، والتي اكدت في معظمها على وجود تأثير مهم وفعال للمرونة المالية في تعظيمها، والتي مالت في معظمها الى تفضيل الأثر الإيجابي فيها، الا انها لم تستطع ان تحسم مقدار هذا التأثير، الذي اختلف باختلاف وجهات نظر الماليين وخلفياتهم الفكرية وكذلك باختلاف البيئات والفرات الزمنية التي شغلته الدراسات التجريبية الخاصة به. وقد قسمت الدراسة الى منهجية واربعة محاور، عرض في المحور الاول الأطر النظرية لأثر المرونة المالية في قيمة الشركة، بينما خصص المحور الثاني لعرض الجدل الفكري التجريبي ذات العلاقة، كما استعرض في المحور الثالث المنهجية التجريبية، وتضمن المحور الرابع الاستنتاجات والمقترحات.

١. مشكلة البحث

تأسس على ما تقدم، وفي ضوء ما تواجهه الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية من تحديات لتعظيم قيمتها السوقية، نتيجة لتداولات الأسواق المتقلبة وتدهور ثقة المستثمرين الناتج عن التشكيك في موثوقية المعلومات وتراجع الأداء المالي، فضلاً عن

الظروف الاقتصادية والسياسية والأمنية المحيطة. ومع ارتفاع تلك التحديات، يتجلى الاهتمام في فهم كيف يمكن لمستوى المرونة المالية أن يؤثر على قيمة الشركة. من هنا يمكن صياغة مشكلة الدراسة من خلال التساؤلين الآتيين:

- هل تؤثر المرونة المالية بمؤشرها (نسبة السيولة، الرافعة المالية) في قيمة الشركة، لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟
- ما طبيعة وحجم التأثير الذي يمكن ان تمارسه المرونة المالية بمؤشراتها المختلفة (نسبة السيولة، الرافعة المالية) في قيمة الشركة، لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

٢. هدف البحث

في السعي لاختبار فرضية البحث، يتطلب الامر الوصول الى الأهداف التالية:

- التأسيس النظري والفكري لأليات انتقال التأثير الذي يمكن ان تحدثه المرونة المالية التي تتمتع بها الشركات في تعزيز ودعم قيمتها.
- تقدير وتحليل أثر المرونة المالية بمؤشرها (نسبة السيولة، الرافعة المالية) في قيمة الشركات لعينة الدراسة.

٣. أهمية البحث

تعد محاولة قياس وتحليل أثر المرونة المالية من خلال مجموعة مؤشرات المتمثلة بنسبة السيولة والرافعة المالية في قيمة الشركة لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، الأرضية التي استند اليها البحث في تحديد أهميته، مستكشفاً الحلول والإجراءات والتدابير التي يمكن اتخاذها باتجاه مستويات المرونة المالية لتحسين قيمة الشركة من خلال العلاقة النشطة بينهما عبر الأثر الذي يمكن ان تتركه المرونة المالية في قدرة الإدارة في اتخاذ القرارات المالية الداعمة لمستويات قيمة الشركة.

٤. فرضية البحث

في ضوء ما طرح من تساؤلات جسدت مشكلة البحث، صيغت فرضيته، لتتخذ الشكل الآتي:

- تمارس المرونة المالية بمؤشرها (نسبة السيولة، الرافعة المالية) تأثيراً معنوياً وطردياً في قيمة الشركة لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

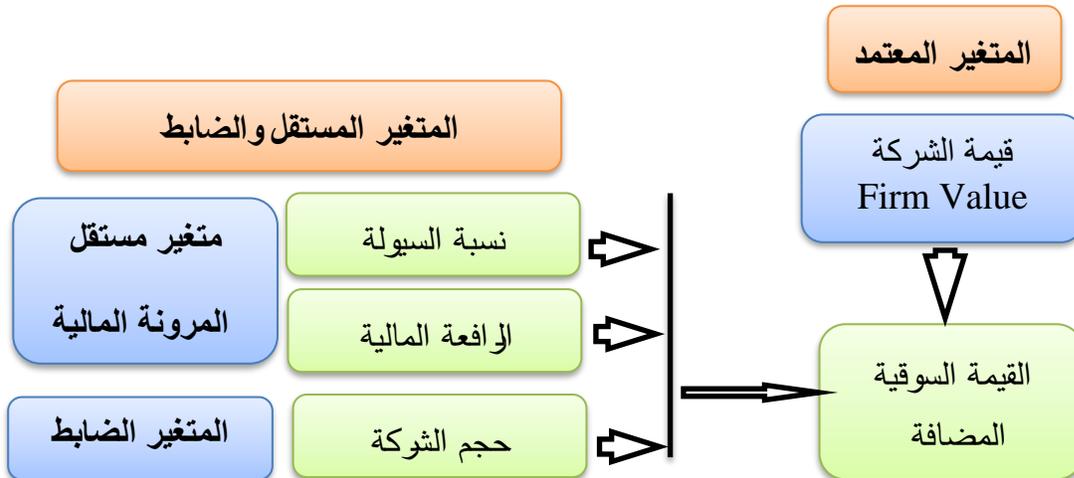
٥. منهجية البحث

لإثبات فرضية البحث، وتحقيق اهدافه، تم المزج بين اسلوبي البحث العلمي المتعارف عليهما، وهما الاسلوب الوصفي لتشخيص الأطر النظرية والفكرية التي اكدت على الدور الذي يمكن ان تمارسه المرونة المالية في قيمة الشركة واسلوب كمي قياسي يتعلق بالمنهجية المعتمدة والمتمثلة بمنهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) لغرض تقدير واختبار أثر المرونة المالية في قيمة عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

٦. الحدود المكانية والزمانية للبحث

تتمثل الحدود المكانية للبحث بعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، اما الحدود الزمانية فتمثلت بالمدة الزمنية ٢٠١٢-٢٠٢٢، وبواقع بيانات سنوية.

٧. نموذج البحث



شكل (١) نموذج البحث

المصدر: من عمل الباحث بالاستناد الى الجانب النظري والدراسات السابقة

لـ (Ang, J., & Smedema (2011) فان الشركات التي تمتلك مستويات عالية من المرونة المالية، واستنادا الى امكانياتها المتميزة في الحصول وحياسة الموارد المالية الكافية لتنفيذ استراتيجياتها في النمو والتوسع، وقدرتها على تحقيق المزيج المتوازن بين الديون والموجودات والاحتياطات المالية يمكن ان تتمتع بمميزات خاصة تدفعها باتجاه تحقيق المعدلات المرغوبة من النمو والازدهار على المدى الطويل، وهو ما ينعكس ايجابيا وبصورة مباشرة في قرارات المستثمرين وأنشطة الشركات والافراد المتعاملين. وبذلك يمكن عد استراتيجيات الأعمال المبنية على تعزيز المرونة المالية، ووفقا لهذه الرؤية لبننة اساسية لضمان نجاح الشركة وتكثيف قيمتها على المدى الطويل (Pendar et al., 2019: 133-138).

(Ang, J., & Smedema,2011:774-787) 138) وضمن الالية الثانية لانتقال الاثر الإيجابي للمرونة المالية في قيمة الشركة، يرى (Gamba & Triantis, (2008 ان قدرة الشركة في الوصول إلى التمويل اللازم وإعادة هيكلته باتجاه تخفيض تكلفته وجره الى حدودها الدنيا وعلى النحو الذي يكفل عدم وقوع الشركة تحت قيود تكاليف ازمة الموارد المالية عند ظهور الفرص الاستثمارية المربحة، وعدم اضطرارها للجوء الى تصفية جزء من أعمالها لتوليد التدفقات المطلوبة لتلبية التزاماتها وإدارة مشكلات سيولتها، قد تنصهر جميعا لتدوب في بودقة رفع قيمة الشركة (Gamba & Triantis,2008:20263-2296) . كما ان تمتع الشركة بمرونة مالية عالية، والنتيجة في جزء مهم منها عن وجود موارد نقدية سائلة (نقد) ترفع من قدرتها الاحتياطية على الديون، وما يحققه ذلك من وفورات ناتجة عن تخفيض تكاليف المعاملات وفوائد المدفوعات الاحترازية والنتيجة عن تحويل الموجودات الملموسة الى نقد او اصدار الاكتتاب العام الاولي وطرح الأسهم أو إصدار السندات وأخرى، قد تزيد من معدلات عوائدها وبالتالي قيمتها (Islam, Wang & Dewri,2019:245-256).

في حين استندت الالية الثالثة في شرح أثر المرونة المالية في قيمة الشركة، على ما يعرف باختبار هيكل راس المال الأمثل، الذي يشير في جزء منه الى أن الحافز الرئيس والاساس لاختبار شكل هيكل راس المال المرغوب في الشركات هو قيمة المرونة المالية التي تتمتع بها تلك الشركات. فالشركات التي تمتلك مستويات مرتفعة من المرونة المالية، وكما أظهرت العديد من الدراسات التجريبية، تميل عادة إلى اختيار التمويل المستند على الديون كونها تلقى قبولا واسعا لدى ممولي القروض، في حين تميل الشركات ذات المستويات المتوسطة او الضعيفة من المرونة المالية، والمتصاحبة مع ارتفاع مخاطر الاعمال وما يعكسه ذلك من ضعف وعدم القدرة في الحصول على الموارد المالية اللازمة من خلال الرافعة المالية (القروض) نتيجة غياب وتدني مستويات المؤشرات المالية التي يسترشد بها ممولو القروض في منح انتمائهم، الى اللجوء لاختيار التمويل بحقوق الملكية والابتعاد ليس مختارين عن التمويل بالقروض (Satriawan et. al,

اولاً: الأطر النظرية لأثر المرونة المالية في قيمة الشركة

لقد جاءت معظم الأدبيات المالية، وفي إطار سعيها لتشخيص وتفسير طبيعة واتجاه الاثر الذي يمكن ان تمارسه المستويات المتباينة من المرونة المالية بمؤشراتها المتعددة في قيمة الشركة، لتؤكد في اغلبها على ارتفاع معدلات احتمالية تأثيراتها الإيجابية في قيمة الشركة وعبر عدد من القنوات قد تتقدم أحدهما في مستويات استجابتها في حين قد تتخلف أخرى عن ذلك. فقدرة الشركة على التكيف مع التحديات المالية وقابليتها على مواجهة الظروف غير المرغوبة فيها والتي قد تعيق مساراتها باتجاه الاستمرارية والنمو، ومن خلال امتلاكها مستويات مرتفعة من المرونة المالية، يمكن ان يساهم وبشكل بالغ الأهمية في تحسين سمعتها ورفع درجات تقييمها ودفع أرباحها باتجاه الاستدامة والنمو، وازدياد جاذبية أسهمها امام المستثمرين الحاليين والمحتملين، والتي تنعكس بمجملها على قيمه الشركة فترفع من درجاتها (Bilyay- Erdogan,2020:723-736) (Cherkasova & Kuzmin,2018:137-164)

وفي مسار اخر، ومن خلال تفاوت قيمها وتبدلها عبر الزمن وتطور وتغير الاحداث الخاصة بالشركة او في البيئة المحيطة بها، يمكن للمرونة المالية ان تشكل علامات و اشارات تسترشد بها إدارة الشركة في قيادة وتحريك دفتها بالاتجاهات المثلى لتوليفة مكونات الهيكل الرأسمالي وتحديد مدى ميلها باتجاه الديون او اقترابها من حقوق الملكية، ودون الابتعاد عن المفاضلة بين ثنائية المنافع والتكاليف (Alipour, Mohammadi & Derakhshan,2015:53-83) (Reinartz & Schmid,2016:1501-1548) ، (Yanti, et al.,2022:314-322) وما يتبعها من قرارات استثمارية تبنى على أساس الأفضل من الخيارات الاستثمارية المتاحة التي يتحقق من خلالها هدف الإدارة في الوصول الى المستويات العليا من العوائد الممكنة والسائرة ضمن حدود ما مرغوب من مخاطر عدم القدرة على الاحتفاظ براس المال وفقدانه، والذي يشكل احد العوامل الفعالة في توسيع وجذب المستثمرين الحاليين والمحتملين، وبشكل يساهم في رفع وتعظيم قيمة الشركة. (Gamba & Triantis, 2008: 2263-2296)

من جانب اخر، يشير (Aleksandrovic (2022 الى امكانية النظر الى المرونة المالية من خلال زاويتين اساسيتين، تميل الأولى الى النظر اليها بانها تساهم في تقديم الومضات التي تساعد الشركة وادارتها على تجنب التكاليف المفرطة لازمات غياب الموارد المالية المطلوبة، في حين تميل الثانية الى القول بان مؤشرات المرونة المالية يمكن ان تمتلك القدرة على تزويد الشركة وادارتها بالمعلومات المفيدة والمطلوبة لتحديد امكانياتها المتاحة للحصول على الموارد المالية الكافية واللازمة للحصول والسيطرة على الفرص الاستثمارية المتوفرة والمرغوبة (Aleksandrovic,2022:13). وضمن هاتين النظريتين، يمكن ان تتخذ آلية تأثير المرونة المالية في قيمة الشركة وبحسب الأدبيات المالية ثلاثة اليات رئيسة، فوفقا

للاحتفاظ بالنقد، وإمكانات نمو الشركة ونضجها، كما تبين ومن خلال عمليات المحاكاة، أن الشركات التي تواجه مشكلات تمويلية يجب أن تقترض وتقرض بالتوازي مع عملية فحص طبيعة سياسات الدين والقيمة المرتبطة بسيولتها.

استكشفت دراسة (De Vaan 2011) أثر المرونة المالية التي تتحقق من خلال اعتماد هيكل رأسمالي محافظ على خلق قيمة للشركات، لعينة من الشركات المستهدفة الأمريكية للفترة ٢٠٠٦ - ٢٠٠٩، باستخدام تحليل الانحدار المقطعي، وتوصلت النتائج الى إن حجم الفرص الاستثمارية وتقلبات التدفقات النقدية يكون أكبر بالنسبة للشركات التي لديها حاجة أكبر الى المرونة المالية، وبالتالي فإن استراتيجية اعتماد هيكل رأسمالي محافظ لتحقيق مرونة مالية يخلق قيمة للشركة، وعلى وجه الخصوص الشركات التي لديها حاجة أكبر للمرونة المالية.

عرضت دراسة (Marchica & Mura 2010) أثر قيمة المرونة المالية في السياسة المالية للشركات، مقترحةً منهجاً جديداً لقياس القيمة التي يخصصها المساهمون للمرونة المالية، وظهرت النتائج أن قيمة المرونة المالية تشكل السياسة المالية للشركات، حيث أن الشركات التي تبالغ في تعزيز قيمة مرونتها المالية، سيكون لذلك أثر كبير في سياستها المالية منعكسةً بانخفاض توزيعات ارباحها، وتفضيلها إعادة شراء الأسهم على أرباح الأسهم، وانخفاض نسب رافعتها المالية، فضلاً عن ميلها إلى تعزيز النقد لديها.

وتقت دراسة (Rapp, Schmid & Urban 2014) اثر سياسة الرفع المالي المحافظة الموجهة على المرونة المالية ودورها في تعزيز القدرة على الاستثمار بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية النشطة وغير النشطة التي يتم تداولها في البورصات العامة للفترة ١٩٨٨ - ٢٠١٠ وظهرت النتائج، أن سياسة الرفع المالي الموجهة نحو الحفاظ على المرونة المالية يمكن أن تعزز القدرة على الاستثمار، والتي كشفت عن ارتفاع النفقات الرأسمالية في الشركة ورفع مستوى استثماراتها، بعد فترة من انخفاض الرفع المالي، كما تمول هذه الاستثمارات الجديدة من خلال الإصدارات الجديدة للديون، وهو ما يدل على أن الشركات المرنة ماليًا ترتفع مستويات استثماراتها، وهو ما يتوافق مع وجهة النظر القائلة بأن المرونة المالية في شكل احتياطي غير مستغلة (قوة الاقتراض) تشكل حلقة حاسمة في نظرية هيكل رأس المال.

قدمت دراسة (Pendar, Tayar & Karimeh 2019) تحديد العلاقة بين المرونة المالية وقيمة الشركة، على عينة مكونة من ٤٠٤ شركة تشكل مؤشر S&P 500 (باستبعاد الشركات المالية والشركات العقارية، للفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠٢٠ بيانات سنوية، باستخدام نموذج الإشارات الثنائية، أظهرت النتائج أن العلاقة المباشرة لمؤشر المرونة المالية بقيمة الشركة.

بحثت دراسة (Bilayi Erdogan 2020) في تأثير المرونة المالية على قيمة الشركة، على أساس مقارن بين البلدان المتقدمة والناشئة في أوروبا، لعينة مكونة من ٤٣٣٤ شركة ١٥ منها شركة متقدمة و١٤٣٦ شركة من ٦ دول ناشئة

(Denis & McKeon 2012:1897- 2020: 120-128) (1929),

وفي اتجاه اخر من التحليل، ووفقا لما يعرف بكلفة الفرصة البديلة، فان الشركات ذات المرونة المالية العالية، ونتيجة لقدرتها في المناورة الواسعة في الحصول على الموارد المالية المطلوبة، عادة ما تتجنب تكاليف الفرصة البديلة الناتجة عن عدم قدرتها على الاستثمار في المشاريع الواعدة بسبب استحالة تعبئة الموارد المتاحة لها في فترة زمنية قصيرة، وهو ما يضمن دخولها الفرص الاستثمارية المتاحة والمتنوعة وبمستويات مقبولة من النجاح. فامتلاك الشركة للقدرات المالية اللازمة لمواكبة البيئة الاقتصادية وما تفرضه من فرص وتحديات، عادة ما يمكنها من استغلال الفرص الاستثمارية الجديدة والتوسع واستحداث قنوات فعالة للدخول الى الأسواق المتنوعة بكفاءة، والتي تعمل مجتمعة على رفع قيمتها (Ferrando et.) (Rosslyn, et al.,2020:24-44) (al.,2017:87-126).

وفي اتجاه اخر، يرى (Rosslyn 2020) ان انخفاض مستويات المرونة المالية للشركات وما يتبعه من تعثر مالي، قد يقودها للسير بأحد اتجاهين: يتمثل الأول بإعادة التنظيم وأشهر الافلاس (تصفية الشركة) عبر بيع جميع موجوداتها لسداد الديون القائمة وحسب ترتيب حقوق المطالبات المتعلقة بالالتزامات النقدية. واتجاه ثاني يتمثل بمحاولة انقاذ وظائف الشركة القادرة والقابلة على الاستمرار وتجاوز تعثرات انعدام السيولة، والتي تمتلك موجوداتها قيما اكبر من اجمالي التزاماتها المالية، مع قدرتها على مواجهة الزيادة الحاصلة في تكلفة رأس المال، الامر الذي يقوض ربحية الأعمال، وهو ما يقود الى ضعف قدرتها على توليد الدخل الكافية لتغطية التزاماتها المالية الحالية او المستقبلية المحتملة التي من الممكن ارتفاعها بشكل كبير، الامر الذي يمكن ان يسبب انخفاض في تصنيفاتها الائتمانية التي تقيدها او ربما تمنعها من الحصول على الائتمان المرغوب، ما سيرجها للبحث في المصادر الداخلية والتي تشكل عادة من الموجودات السائلة. الا ان كل ذلك قد يتسبب في تحميل الشركة خسائر لا يمكن تجاوزها بعيدة عن إمكانية تغطيتها للالتزامات المتداولة وتكاليف ازمة السيولة السابقة، او حتى ازمة السيولة اللاحقة، التي عادة سيتم معالجتها عبر التصرف الجزئي في موجوداتها المالية، الذي سينتقل ليصبح كليا في نهاية الامر (Rosslyn, et al.,2020:24-44) (Chen, Harford, & Lin,2013:1-(al.,2020:24-44) 55).

ثانياً: الجدل الفكري ذات العلاقة

تناولت دراسة (Gamba & Triantis 2008) تأثير المرونة المالية على قيمة الشركة، لشركات COMPUSTAT (باستثناء الشركات المالية والمرافق العامة) في امريكا الشمالية، للفترة من ١٩٨٥ إلى ٢٠٠٥، باستخدام منهجية تحليل الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، وظهرت النتائج أن قيمة مرونة التمويل تعتمد على تكاليف التمويل الخارجي، ومستوى معدلات الضرائب على الشركات والأفراد والتي تحدد التكلفة الفعلية

تتكون عينة الدراسة من ست شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية شريطة عدم خروج أسهمها من التداول (سواء كان ذلك لعدم وجود تداول، أو بقرار من ادارة السوق) لفترة تتجاوز الثلاثة أشهر خلال المدة المبحوثة والتي غطت ١١ سنة، ويوضح الجدول (١) توزيع عينة البحث بحسب القطاع الذي تنتمي اليه:

جدول (١) عينة الشركات المختارة في سوق العراق للأوراق المالية

| القطاع | الشركة | التسلسل |
|----------------|-------------------------------|---------|
| قطاع مصرفي | المصرف التجاري العراقي | ١ |
| | مصرف بغداد | ٢ |
| قطاع التأمين | الامين للتأمين | ٣ |
| | دار السلام للتأمين | ٤ |
| التحويل المالي | الطيف للاستثمار المالي | ٥ |
| | النبال العربية للتحويل المالي | ٦ |

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد الى المعطيات المنشورة في الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية.

٢. مصادر البيانات

يهدف نقادي الوقوع في مشكلة اختلاف البيانات وتباينها، تم جمع البيانات بالاعتماد على المعطيات المنشورة في الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية.

٣. متغيرات النموذج

استخدم متغير معتمد واحد معبر عن القيمة السوقية ومتغيرين مستقلين يعبران عن المرونة المالية للشركة، علاوة على متغير ضابط واحد عبر عن حجم الشركة، وتم التعبير عن القيمة السوقية للشركة Market Value من خلال القيمة السوقية المضافة لها Market Value Added بعده المؤشر الاكثر شيوعاً في التعبير عن قيمة الشركة، والمقياس الجوهرى الذي يلخص الأداء الإداري للشركة موضحاً مدى نجاحها في توزيع مواردها وإدارة استثمارها على النحو الذي يعظم ثروة الملاك، وهو ما جعل هذا المعيار يستحوذ على اهتمام ذوي العلاقة نتيجة لما يقدمه من قدرة على تقييم السوق المالي لصافي القيمة الحالية للشركة ككل، متفوقاً على مؤشر القيمة السوقية نتيجة لاقتصار الاخير على قياس ثروة حملة الأسهم فقط (Ehrbar & G.Bennett, 1999: 121)، وكما مدرج في الجدول (٢).

في أوروبا للفترة ٢٠٠٠ - ٢٠١٦، واطهرت النتائج الاثر الايجابي للمرونة المالية للشركات في قيمة الشركة بجميع التقديرات. علاوة على ذلك، فإن تأثير المرونة المالية على قيمة الشركة أكثر أهمية بالنسبة للدول الناشئة مقارنة بالدول المتقدمة في أوروبا، كما اتضح أن خصائص الشركة، بما في ذلك حجم الشركة وعمرها، والتي تمثل المعلومات غير المتماثلة داخل الشركة، تعمل بشكل سلبي على تلطيف العلاقة بين المرونة وقيمة الشركة. وبالتالي ينبغي للمديرين، سواء في البلدان المتقدمة أو الناشئة الذين يهدفون إلى رفع قيمة شركاتهم، أن يعطوا أهمية للمحافظة على المرونة المالية في قراراتهم بشأن هيكل رأس المال. وعلى وجه الخصوص مديري الشركات الأصغر حجماً والأحدث نسبياً على النحو الذي يستوجب أن يركزوا بشكل أكبر على اكتساب المرونة المالية بغية تحسين قيمة شركاتهم.

حلت تجريبياً دراسة (Hao, Zhang & Wei (2022) أثر المرونة المالية للمؤسسات على الابتكار المستدام، لعينة من الشركات غير المالية في سوق الأسهم الصيني من الفئة A للفترة ٢٠٠٧ - ٢٠١٩، باستخدام نموذج تأثير العتبة، واطهرت النتائج أن زيادة عدم اليقين في السياسات وما يصاحبه من انخفاض مستويات المرونة المالية يؤثر سلباً على الابتكار في المؤسسات، ويمكن للشركات أن تعدل بنشاط احتياطاتها المالية المرنة للحصول على تأثير تكيفي تحت تأثير عدم اليقين في السياسات.

ثالثاً: المنهجية التجريبية

بناءً على ما تقدم، واستناداً إلى الاطر النظرية والدراسات التجريبية التي تضمنتها، وإثبات فرضية البحث الأساسية، وبهدف التعرف على اثر المرونة المالية في قيمة الشركة، تم صياغة نموذج التقدير باستخدام المتغيرات المعبرة عن المرونة المالية بعدها المتغير التوضيحي والتي تضم المتغيرات (السيولة CU، والرافعة المالية FL) ومتغير ضابط متمثل بـ (حجم الشركة AS)، والمتغير المعتمد المتمثل بقيمة الشركة والمعبر عنه بالقيمة الاقتصادية المضافة (MVA)، لعينة مؤلفة من ستة شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وبعتماد منهجية مجموع المتوسطات المجمععة المستندة الى منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة¹ (Autoregressive Distributed Lag and Pooled Mean Group) (PMG ARDL)، للفترة ٢٠١٢-٢٠٢٢، وبيانات سنوية لتبلغ عدد مشاهدات السلسلة الزمنية (٦٦) مشاهدة.

١. عينة الدراسة

¹ للاطلاع على المزيد من التفاصيل حول مزايا استخدام PMG ARDL انظر على سبيل المثال الى:

Isiksal, A. Z., & Assi, A. F. (2022). Determinants of sustainable energy demand in the European economic area: Evidence from the PMG-ARDL model. *Technological Forecasting and Social Change, 183*, 121901.

جدول (٢) المتغيرات المستقلة المستخدمة في الدراسة

| متغيرات النموذج | | | | | |
|---------------------|------------------------|---|------------------------|-------|---------|
| المتغير المعتمد | | | | | |
| الرمز | المصدر | المقياس | المتغير | | |
| MVA | Kramer & Peters (2001) | الفرق بين القيمة السوقية الحالية ورأس المال الذي ساهم به المستثمرون | القيمة السوقية المضافة | | |
| المتغيرات التوضيحية | | | | | |
| ت | المتغير | المقياس | المصدر | الرمز | التأثير |
| | السيولة | الموجودات المتداولة/ المطلوبات المتداولة | Dalziel (1996) | CU | + |
| | الرافعة المالية | اجمالي الديون/ اجمالي الموجودات | Dalziel (1996) | FL | + / - |
| المتغير الضابط | | | | | |
| | حجم الشركة | اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي الموجودات | Dang & Yang (2018) | AS | + |

المصدر: من إعداد الباحث بالاستناد الى الاطر النظرية والدراسات التجريبية

بين متغيرات الدراسة بشكل كلي للشركات الستة، وبالتالي التأكد من وجود العلاقة على المدى الطويل بين المتغيرات المبحوثة، على النحو الذي يسمح بإجراء تقدير النموذج، شريطة وجود على الأقل علاقة واحدة بين واحد من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، والتي وضحت نتائجه في الجدول (٥).

تأسيساً على ما تقدم، يمكن صياغة نموذج التقدير على شكل دالة رياضية يُستند إليها في بناء معادلة قياسية، تعكس أثر المرونة المالية المعبر عنها بمؤشري (السيولة CU، الرافعة المالية FL)، في القيمة الاقتصادية المضافة MVA وكما يلي:

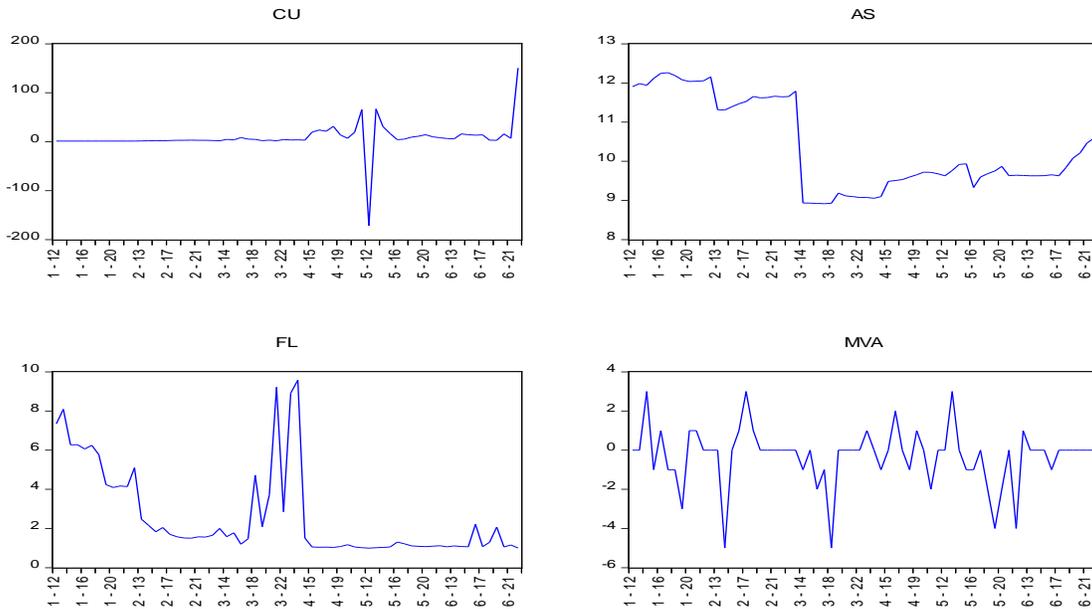
$$MVA = F \{CU, FL, AS\} \dots\dots\dots (1)$$

$$MVA = \beta_0 + \beta_1 CU + \beta_2 FL + \beta_3 AS + \varepsilon_i \dots\dots\dots (2)$$

٤. تقدير واختبار وتحليل أثر المرونة المالية في قيمة الشركة للوصول الى نتائج وتقديرات لأثر المرونة المالية على القيمة السوقية المضافة لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢-٢٠٢٢، بواقع بيانات سنوية، يمكن اعتمادها وتمتاز بالدقة وخلوها من التضليل او التحيز، تم فحص استقرارية متغيرات الدراسة^٢ وبصيغتها الخطية كما عكستها الرسوم البيانية في الشكل (٢)، باستخدام اختبار لـ (Levin-Lin-Chu (2002) الذي عرضت نتائجه في الجدول (٤)، والتي اظهرت عدم استقراريه متغيرات الدراسة (السيولة CU، والرافعة المالية FL، وحجم الشركة AS)، الا عند الفرق الاول لهما، مقابل استقرارية متغير (القيمة الاقتصادية المضافة MVA) في المستوى، مما يوضح استقرارية المتغيرات الاربعة ضمن المستوى والفرق الاول، وبهذا يسمح لنموذج (ARDL) القيام بفحص التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة لأثبتات فرضيتها، واختبار مدى تكامل السلاسل الزمنية عند درجة التكامل نفسها، ومدى احتمالية وجود علاقة التكامل المشترك

٢. للاطلاع على الوصف الإحصائي للمتغيرات المبحوثة (الوسط الحسابي، والوسيط، والانحراف المعياري، ومعامل الالتواء واختبارات التجانس، الرجوع الى الملحق (١).

٣. Levin, A., Lin, C.F., Chu, C., 2002, Unit root tests in panel data, Asymptotic and Finite Sample Properties. *Journal of Econometrics*, 108:1-24.



شكل (٢) الرسوم البيانية للبيانات المزدوجة لمتغيرات الدراسة
الشكل من إعداد الباحث بالاستناد الى نتائج برنامج Eviews 10

جدول (٤) نتائج اختبار Levin-Lin-Chu, 2002 لاستقراره متغيرات الدراسة بصيغتها الخطية

| Variables | Level | | | First Difference | | |
|-----------|----------|-----------|---------------------|------------------|-----------|---------------------|
| | None | Intercept | Trend and Intercept | None | Intercept | Trend and Intercept |
| CU | 0.11739 | -2.77749 | -1.21528 | -8.22407 | -6.23534 | -6.14711 |
| Prob. | 0.5467 | 0.0027 | 0.1121 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| MVA | -6.55264 | -5.42615 | -5.41845 | | | |
| Prob. | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | | | |
| FL | -0.86951 | -3.08957 | -2.69467 | -8.52074 | -7.51807 | -9.54402 |
| Prob. | 0.1923 | 0.0010 | 0.0035 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| AS | 4.0139 | 0.51943 | 0.51943 | -12.4707 | -16.1230 | -13.3637 |
| Prob. | 0.91943 | 0.6983 | 0.6983 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |

- الجدول من عمل الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10
- القيم في الجدول تمثل قيم (Statistic).
- تم اعتماد فترة الابطاء Automatic selection of maximum lags التي حددها برنامج Eviews 10

الطويلة الاجل بين متغيرات الدراسة، بحسب ما يوضحه اختبائي الأثر Max-Eigen، Fisher Stat من وجود ثلاث متجهات متكاملة حيث جاءت القيمة الحرجة

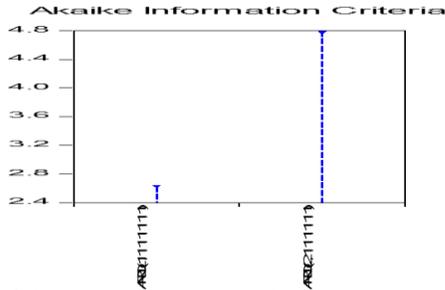
تشير النتائج المعروضة في الجدول (٥) لاختبار علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات المبحوثة، وفقاً لاختبار (Johansen Fisher Panel) وبحسب ما اظهرته القيمة الإحصائية والقيمة العظمى في النموذج، الى وجود العلاقة

جدول (٥) اختبار علاقة التكامل المشترك وفقاً لاختبار Johansen Fisher Panel

| Variables | Fisher Stat.* (Trace Statistic) | Prob** | Fisher Stat.* (Max-Eigen) | Prob** |
|-----------|------------------------------------|--------|------------------------------|--------|
| AS | 35.17 | 0.0004 | 35.18 | 0.0004 |
| CU | 25.55 | 0.0124 | 26.55 | 0.0124 |
| FL | 66.10 | 0.0000 | 66.11 | 0.0000 |

حسب اختبار (Johansen Fisher Panel) يوجد تكامل بين المتغيرات عند مستوى المعنوية (٠,٠٠٥)

- المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات السنوية للمدة (٢٠١٢-٢٠٢٢) وباستخدام برنامج Eviews-1٠



شكل (٣): اختبار عدد فترات الابطاء الزمني وفقاً لمعيار (AIC)

الشكل من إعداد الباحث بالاستناد الى نتائج برنامج (Eviews 10).

وبناءً على ما أفرزته نتائج اختبار Johansen Fisher من وجود تكامل مشترك بين متغيرات الانموذج، ونتائج معيار Akaike Information Criterion (AIC) للكشف عن المدة الأمثل لتقدير العلاقة التوازنية بين المتغيرات المدروسة، تم تقدير معاملات الأجل الطويل والتي أدرجت نتائجها بالجدول (٦).

والتي بلغت (35.17) و(25.55) و(66.10) عند مستوى المعنوية (0.0004) و(0.0124) و(0.0000) على التوالي. تأسيساً على ما تقدم، ونظراً لأثبات وجود علاقة التكامل المشترك بين المتغيرات المبحوثة، يمكن اللجوء الى تقدير النموذج، لفحص التأثير في الاجلين القصير والطويل باستخدام نموذج الانحدار (PMG ARDL) بعده الانسب اعتماداً على نوع البيانات والفرضية والتحليل المالي، وبالتالي يعطي نتائج أكثر دقة وأكثر توافقاً مع واقع المؤسسات عينة الدراسة من حيث (حجم المشاهدات والقيمة والإشارة)، فضلاً عن كونه يُستخدم مع المتغيرات ذات المستويات المستقرة من نفس الرتبة او الخليط بين الرتب، وهو ما يتلاءم ونتائج اختبار الاستقرار لبيانات المتغيرات المبحوثة. ولاختيار المدة الأمثل للكشف عن العلاقة قصيرة وطويلة الاجل، وتحديد عدد فترات الابطاء الزمني للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع تم اعتماد معيار Akaike Information Criterion (AIC) لعدده المعيار الافضل في تحقيق ذلك، والذي جاءت نتائجه وكما مثبت في الشكل (٣)، لتؤكد امثليه التخلف الزمني لمدة سنة واحدة (١-t).

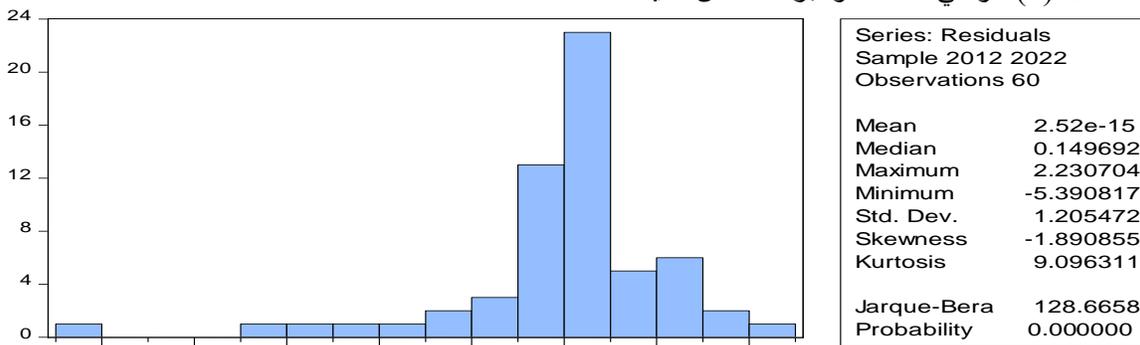
جدول (٦) اختبار علاقات الاثر لمتغيرات الدراسة

| Dependent Variable: D(MVA) | | | | |
|---|-------------|-----------------------|-------------|--------|
| Method: ARDL | | | | |
| Sample: 20١٢ 202٢ | | | | |
| Included observations: ٦٦ | | | | |
| Maximum dependent lags: ١ (Automatic selection) | | | | |
| Model selection method: Akaike info criterion (AIC) | | | | |
| Dynamic regressors (1 lag, automatic): FL AS CU | | | | |
| Fixed regressors: C | | | | |
| Selected Model: ARDL (1, 1, 1, 1) | | | | |
| Cointegrating Form | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
| Long Run Equation | | | | |
| FL | -0.292705 | 0.038397 | -7.623065 | 0.0000 |
| AS | 0.519399 | 0.016629 | 31.23387 | 0.0000 |
| CU | 0.020223 | 0.007095 | 2.850119 | 0.0075 |
| Short Run Equation | | | | |
| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
| COINTEQ01 | -1.097244 | 0.352558 | -3.112234 | 0.0038 |
| D(MVA2(-1)) | 0.203897 | 0.165735 | 1.230260 | 0.2273 |
| D(FL) | 0.618873 | 3.145367 | 0.196757 | 0.8452 |
| D(AS) | 3.731384 | 3.142740 | 1.187303 | 0.2436 |
| D(CU) | -18.11924 | 20.14100 | -0.899619 | 0.3748 |
| Mean dependent var | -0.129630 | S.D. dependent var | 2.083595 | |
| S.E. of regression | 1.470379 | Akaike info criterion | 2.641730 | |
| Sum squared resid | 71.34643 | Schwarz criterion | 3.736557 | |
| Log likelihood | -54.17708 | Hannan-Quinn criter. | 3.074348 | |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات السنوية للمدة (٢٠١٢-٢٠٢٢) وباستخدام برنامج Eviews- 10

الاحتمالية لـ Jarque-Bera عن الـ 0.05، على اتباع بواقي النموذج المقدر التوزيع الطبيعي.

وللتحقق من مدى تمتع بواقي النموذج المقدر بميزة التوزيع الطبيعي، اجري اختبار (Jarque-Bera) Test التي أدرجت نتائجه في الشكل (٣)، والتي اكدت، وعبر انخفاض القيمة



شكل (٤) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

• الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 10)

• بلغ حد تصحيح الخطأ (CET_{t-1}) الذي استوفى الشرطين اللازمين (السلبية والمعنوية) ما قيمته (-1.097) أي إن المدة اللازمة لتصحيح الاختلالات الحاصلة من الأجل القصير والعودة إلى حالة التوازن تحتاج إلى مدة زمنية قدرها (1.09 من السنة).

رابعاً: الاستنتاجات والمقترحات

أ- الاستنتاجات

1. اثبتت نتائج الدراسة العلاقة بين المؤشرات المعبرة عن المرونة المالية والمتمثلة ب(السيولة، والرافعة المالية) وقيمة الشركة، بوجود حجم الشركة متغيراً ضابطاً.
2. ان ارتفاع مؤشرات المرونة المالية عادة ما يرافقها ارتفاع في مؤشر قيمة الشركة على المدى الطويل بسبب الاثر الايجابي الذي تتركه المرونة المالية في ارتفاع اجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق المالية، وبالتالي ارتفاع قيمة الشركة.
3. وجود العلاقة العكسية بين نسبة الرفع المالي وقيمة الشركة، يبين ان انخفاض مستوى المرونة المالية بدلالة ارتفاع مستويات الرفع المالي، يضعف من قدرة الشركة على مواجهة الازمات الطارئة والحصول على التمويل، فضلاً عن اعاققتها في اغتنام وخلق الفرص الاستثمارية الجديدة، وهو ما ينعكس سلباً وبشكل ملحوظ في خفض قيمة الشركة.

ب- المقترحات

1. اهتمام الشركات بمؤشرات المرونة المالية، وتبنيها كدليل ارشادي في عملها لما لها من دور كبير وفعال في التحكم بمصادر تمويلها وحمايتها من خطر التعثر ودعم امكانية اقتناصها الفرص الاستثمارية المتاحة، فضلاً عن مواجهة الازمات المالية والتغلب عليها عبر رفع حجم موجوداتها مقارنة بديونها وضمان توفر السيولة عن المستوى المقبول.

لقد جاءت نتائج تقدير أثر المرونة المالية (السيولة CU، والرافعة المالية FL) وحجم الشركة AS كمتغير ضابط في قيمة الشركة (MVA) لتبين ما يأتي:

• وفقاً لنتائج التقدير طويلة الأجل فان مؤشر المرونة المالية المتمثل بنسبة السيولة CU قد نجح في اثبات تأثيره الإيجابي في القيمة السوقية المضافة (MVA) للشركات عينة الدراسة وبمعامل بلغت قيمته (0.020) وهو ما جاء متوافقاً مع الأطر النظرية والدراسات التجريبية التي اكدت على ان ارتفاع مستويات المرونة المالية بارتفاع مستويات السيولة المالية يرافقها عادة ارتفاعاً في قيمة الشركة.

• اكدت نتائج التقدير طويل الاجل على وجود تأثير سلبي لمؤشر الرفع المالي FL، في مؤشر قيمة الشركة المعبر عنه بالقيمة السوقية المضافة (MVA) للشركات عينة الدراسة وبمعامل قدره (-0.292) وهو بذلك قد تناغم مع ما طرحه الفكر المالي من ان ارتفاع مستوى المرونة المالية بدلالة انخفاض مستويات الرفع المالي، يؤثر وبشكل ملحوظ في رفع قيمة الشركة.

• بينت نتائج التقدير طويلة الأجل ان المتغير الضابط المتمثل بحجم الشركة (AS) قد مارس تأثيراً إيجابياً معنوياً في القيمة السوقية المضافة (MVA) للشركات عينة الدراسة وبمعامل بلغت قيمته (0.519399) وهو ما جاء متوافقاً مع الأطر النظرية والدراسات التجريبية التي اكدت على ان ارتفاع مستويات حجم الشركة عادة ما يرافقها ارتفاعاً في قيمتها.

• من جانب اخر فقد افرزت نتائج التقدير قصيرة الاجل فشل المرونة المالية للشركة بدلالة جميع المتغيرات المعبرة عنها والمتمثلة ب(السيولة CU، والرافعة المالية FL، وحجم الشركة AS) في تأكيد تأثيرهم في قيمة الشركة، وهو ما جاء متوافقاً مع الأطر النظرية والتجريبية التي رسخت لتأثر قيمة الشركة بالتقلبات الاقتصادية والسياسية الطارئة خلال المدى القصير، وابتعاد تأثيرها بالسياسات الاقتصادية والمالية عن المدى القصير، الى المدى الطويل.

٤. ضرورة أدراك الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية أهمية الموازنة بين هدفي السيولة والربحية، عبر مراقبة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وبما يضمن تفادي السيولة الفائضة التي تخفض عوائدها او العجز النقدي الذي يعرضها لمخاطر التعثر.
٥. ضرورة إيلاء اهتمام الشركات نحو تطبيق مؤشرات قياس الاداء وعلى وجه التحديد مؤشر القيمة السوقية المضافة Market Value Added لتلخيص الأداء الإداري للشركة موضحاً مدى نجاحها في توزيع مواردها وإدارة استثمارها على النحو الذي يعظم ثروة الملاك.

٢. وضع خطة استراتيجية لمراقبة مستويات المرونة المالية لما لها من أهمية في استمرار الشركة ورفع قيمتها، وعلى وجه الخصوص مراقبة مؤشري الرفع المالي ونسبة السيولة لما لهما من أهمية في الاستجابة بفاعلية للخدمات غير المتوقعة وتجنب الشركة الوقوع في التعثر والافلاس.
٣. على الشركات المحافظة على نسب منخفضة من الرفع المالي على النحو الذي يمكنها من تفادي مشاكل التمويل وانتهاز الفرص الاستثمارية الجديدة.

ملحق (١) التوصيف الاحصائي لمتغيرات الدراسة

| | MVA | AS | FL | CU |
|--------------|-----------|----------|----------|-----------|
| Mean | -0.303030 | 10.37350 | 2.619468 | 8.277902 |
| Median | 0.000000 | 9.758204 | 1.538515 | 3.763891 |
| Maximum | 3.000000 | 12.26186 | 9.575674 | 150.4328 |
| Minimum | -5.000000 | 8.917034 | 0.994220 | -171.5833 |
| Std. Dev. | 1.518802 | 1.162090 | 2.315882 | 31.06480 |
| Skewness | -0.937426 | 0.411750 | 1.600324 | -1.307228 |
| Kurtosis | 5.413553 | 1.534487 | 4.462658 | 24.79828 |
| Jarque-Bera | 25.68584 | 7.771168 | 34.05466 | 1325.501 |
| Probability | 0.000003 | 0.020536 | 0.000000 | 0.000000 |
| Sum | -20.00000 | 684.6510 | 172.8849 | 546.3415 |
| Sum Sq. Dev. | 149.9394 | 87.77949 | 348.6150 | 62726.43 |
| Observations | 66 | 66 | 66 | 66 |

• الجدول من عمل الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامجEviews10

- Alipour, M., Mohammadi, M.F., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53-83.
- Ang, J., & Smedema, A. (2011). Financial flexibility: Do firms prepare for recession? *Journal of corporate finance*, 17(3), 774-787.
- Bilyay-Erdogan, S. (2020). Does financial flexibility enhance firm value? A comparative study between developed and emerging countries. *Verslas: teorija ir praktika*, 21(2), 723-736.
- Bilyay-Erdogan, S. (2020). Does financial flexibility enhance firm value? A comparative study between developed and emerging countries. *Verslas: teorija ir praktika*, 21(2), 723-736.

توافر البيانات:

تم تضمين البيانات المستخدمة لدعم نتائج هذه الدراسة في المقالة.

تضارب المصالح:

يعلن المؤلفون أنه ليس لديهم تضارب في المصالح.

موارد التمويل:

لم يتم تلقي اي دعم مالي.

شكر وتقدير:

لا أحد.

References:

- Aleksandrovic, G. A. (2022). The Impact of Financial Flexibility on the Company's Value, Master thesis in Corporate Finance, Saint Petersburg State University Graduate School of Management.

- flexibility on sustainable innovation. *Journal of Innovation & Knowledge*, 7(2), 100184.
18. Isiksal, A. Z., & Assi, A. F. (2022). Determinants of sustainable energy demand in the European economic area: Evidence from the PMG-ARDL model. *Technological Forecasting and Social Change*, 183, 121901.
 19. Islam, M., Wang, M., & Dewri, L. (2019). Financial flexibility-A synthesis of literature review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 9(1), 245-256.
 20. Kramer, J. K., & Peters, J. R. (2001). An interindustry analysis of economic value added as a proxy for market value added. *Journal of Applied Finance*, 11(1), 41-49.
 21. Levin, A., Lin, C.F., Chu, C. ,2002, Unit root tests in panel data, Asymptotic and Finite Sample Properties. *Journal of Econometrics*,108:1-24.
 22. Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. *Financial management*, 39(4), 1339-1365.
 23. Melianti, & Kontesa, Maria (2022), Financial Flexibility and Business Risk Effect on Capital Structure: Insight from Indonesian Energy Listed Companies, *Proceeding 1st Tanjungpura International Conference on Management, Economics and Accounting*, (1), 318-326.
 24. Pendar, M., Tayar, H., & Karimeh, S. (2019). The impact of financial flexibility on capital structure decisions: Some empirical evidence. *Management Science Letters*, 9(1), 133-138.
 25. Rapp, M. S., Schmid, T., & Urban, D. (2014). The value of financial flexibility and corporate financial policy. *Journal of Corporate Finance*, 29, 288-302.
 26. Reinartz, S. J., & Schmid, T. (2016). Production flexibility, product markets, and capital structure decisions. *The Review of Financial Studies*, 29(6), 1501-1548.
 27. Rosslyn-Smith, W., De Abreu, N. V., & Pretorius, M. (2020). Exploring the indirect
 6. Byoun, Soku, (2007), Financial Flexibility, Firm size, and Capital Structure. Waco: Hankamer School of Business, Baylor University
 7. Chen, T., Harford, J., & Lin, C. (2013). Financial flexibility and corporate cash policy. *Finance Down Under 2014 Building on the Best from the Cellars of Finance*, 1-55.
 8. Cherkasova, V., & Kuzmin, E. (2018). Financial flexibility as an investment efficiency factor in Asian companies. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 20(2), 137-164.
 9. Dalziel, P. (1996). The Keynesian multiplier, liquidity preference, and endogenous money. *Journal of post Keynesian economics*, 18(3), 311-331.
 10. Dang, C., Li, Z. F., & Yang, C. (2018). Measuring firm size in empirical corporate finance. *Journal of banking & finance* 86,159-176.
 11. De Vaan, Ron, (2011), The relationship between financial flexibility and firm value, Master Thesis Financial Management, University of Tilburg
 12. Denis, D. J., & McKeon, S. B. (2012). Debt financing and financial flexibility evidence from proactive leverage increases. *The Review of Financial Studies*, 25(6), 1897-1929.
 13. Ehrbar, Al., & G. Bennett, Stewart, (1999), "The EVA Revolution", *Journal of Applied corporate finance*, vol. 12, No .2.
 14. Fairhurst, Douglas J. 2014. Financial Flexibility and Short-Term Financing Needs: Evidence from Seasonal Firms. The University of Arizona.
 15. Ferrando, A., Marchica, M., & Mura, R. (2017). Financial Flexibility and Investment Ability Across the Euro Area and the UK. *European Financial Management*, 23, 87-126.
 16. Gamba, A. and Triantis, A. (2008). The value of financial flexibility. *The journal of finance*, 63, (5), 2263-2296.
 17. Hao, Z., Zhang, X., & Wei, J. (2022). Research on the effect of enterprise financial

- costs of a firm in business rescue. *South African Journal of Accounting Research*, 24-44.
28. Satriawan, I., Natoen, A., & AR, S. (2020). The Effect of Local Government Characteristics and BPK Audit Opinions on the Financial Performance of Local Governments (Study on Local Governments in South Sumatra). In *Forum in Research, Science and Technology (FIRST)-Atlantis Highlights in Engineerin* (pp. 120-128).
29. Yanti, Y., Sastra, E., & Kurniawan, T. B., (2022), The Impact of Financial Flexibility and Business Risk on Capital Structure with Firm Size as a Moderating Variable. In *Tenth International Conference on Entrepreneurship and Business Management 2021 (ICEBM 2021)* (314-322).