

علاقة سياسات استثمار وتمويل رأس المال العامل بالمرونة المالية: حالة الشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية خلال الفترة 2009-2023

The relationship of working capital investment and financing policies to financial flexibility: Case of leading international companies in the food industry during the period 2009-2023

محمد رزقي¹*

¹ مخبر بحث: دراسات اقتصادية حول المناطق الصناعية في ظل الدور الجديد للجامعة LEZINERU، جامعة محمد البشير الإبراهيمي
جامعة محمد البشير الإبراهيمي-برج بوعريج (الجزائر)، mohamed.rezki@univ-bba.dz

تاريخ النشر: 2024-12-31

تاريخ القبول: 2024-12-19

تاريخ الاستلام: 2024-10-23

ملخص:

تهدف هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين سياسات استثمار وتمويل رأس المال العامل والمرونة المالية لعينة مكونة من خمس شركات عالمية رائدة في صناعة الأغذية خلال الفترة 2009-2023، تم قياس سياسة الاستثمار في رأس المال العامل بنسبة الأصول الجارية إلى إجمالي الأصول، وسياسة تمويل رأس المال العامل بنسبة المطلوبات الجارية إلى إجمالي الأصول، والمرونة المالية بنسبتي المرونة النقدية ومرونة الديون، ولاختبار العلاقة تم ذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية والمعممة لبيانات البانل.

أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين سياسة استثمار رأس المال العامل والمرونة النقدية، ووجود علاقة عكسية بين تمويل رأس المال العامل والمرونة النقدية، ولا توجد علاقة بين سياسة استثمار وتمويل رأس المال العامل ومرونة الديون. كلمات مفتاحية: رأس المال العامل، مرونة مالية، مرونة نقدية، مرونة الديون، بيانات البانل.

تصنيفات JEL : G31, G32, C51

Abstract:

This study aims to test the relationship between investment and financing policies in working capital and the financial flexibility of a sample of five leading international companies in the food industry during the period from 2009-2023. The working capital investment policy was measured by the ratio of current assets to total assets, the working capital financing policy was measured by the ratio of current liabilities to total assets, and the financial flexibility was measured by the ratios of cash flexibility and debt flexibility, to test the relationship, this was done using the ordinary and generalized least squares methods for panel data.

The results showed that there is a positive relationship between the working capital investment policy and cash flexibility, and there is an inverse relationship between working capital financing and cash flexibility, and there is no relationship between the working capital investment and financing policy and debt flexibility.

Keywords: working capital, financial flexibility, cash flexibility, debt flexibility, panel data.

JEL Classification Codes : G31, G32, C51

1. مقدمة:

يعتبر فهم القرارات المالية للشركات تحدياً مهماً على المستوى الاقتصادي والمالي، فقد تم خلال العقود الماضية عرض عديد المقاربات مثل نظرية الوكالة، وفرضية كفاءة الأسواق المالية وغيرها لفهم القرارات المالية، ومع ذلك، فإن الكثير من الأدلة التجريبية حول القرارات المالية تظهر أن المرونة المالية هي الأكثر أهمية في اتخاذ القرارات التمويلية، وتصبح أكثر أهمية في فترات الأزمات التي تؤدي إلى عدم تمتع الشركات بالمرونة المالية بسبب انحسار مصادر التمويل، وإزدياد حدة المنافسة بين المتعاملين الاقتصاديين على هذه المصادر، وفي هذه الحالات يمكن لرأس المال العامل أن يكون بمثابة مصدر للسيولة ووسيلة لتجنب الاعتماد على مصادر مالية أخرى، وبالتالي يمكن القول بأن هناك علاقات داخلية بين مكونات رأس المال العامل ومستوى المرونة المالية، وأن مكونات رأس المال العامل تتعلق بسياسات استثمار وتمويله، وأن قرارات استثمار وتمويل رأس المال العامل تنصب بالدرجة الأولى على طريقة المبادلة بين العائد والمخاطرة، فالمخاطرة هي مخاطرة السيولة التي تتأثر بسياسات الاستثمار في رأس المال العامل، والمخاطرة المالية التي تتأثر بسياسات تمويل رأس المال العامل، والعائد الذي يتأثر بسياسات الاستثمار في رأس المال العامل، فقرار الاستثمار والتمويل يحددان توليفة الهيكل المالي الذي يؤثر في قيمة الشركة، ونظراً لكون القرارين السابقين يتميزان بالتقلب وعدم الثبات في طبيعة تركيبتهما يدور جدل فكري حول كيفية بناء هيكل مالي يتميز بالمرونة المالية ويطرح كمدخل جديد للعديد من الإشكالات الجدلية التي لم تتمكن نظريات الهيكل المالي وقيمة الشركة من تفسيرها.

1.1. إشكالية البحث:

في ظل التحديات المتزايدة بسبب الأوضاع الاقتصادية العالمية أصبح لزاماً على الشركات تبني استراتيجيات تتعلق بقرارات استثمار وتمويل رأس المال العامل على اعتبار أن الأصول المتداولة تمثل أكبر نسبة من أصول الشركات، كما أن أهمية القرارين السابقين تأتي من أهمية حماية موارد الشركات من الإفراط أو الضياع، وبالتالي ضرورة ترشيد القرارين السابقين بمعرفة علاقتها بالمرونة المالية للشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية التي تعتبر من الصناعات المهمة نظراً للدور الذي تلعبه في تلبية حاجيات الإنسان من المواد الغذائية ذات الاستهلاك الواسع، فتتحدد إشكالية الدراسة بالسؤال الرئيسي التالي:

هل هناك علاقة بين سياسات رأس المال العامل والمرونة المالية للشركات العالمية الرائدة في الصناعة

الغذائية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2023؟

وتتفرع عن السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- هل توجد علاقة بين سياسة استثمار رأس المال العامل والمرونة النقدية للشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2023؟
- هل توجد علاقة بين سياسة تمويل رأس المال العامل والمرونة النقدية للشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2023؟

- هل توجد علاقة بين سياسة استثمار رأس المال العامل و مرونة الديون للشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2023؟

- هل توجد علاقة بين سياسة تمويل رأس المال العامل و مرونة الديون للشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2023؟

2.1. فرضيات البحث:

للإجابة عن السؤال السابق تم صياغة الفرضيات الفرعية التالية:

- توجد علاقة تأثير موجبة بين سياسة استثمار رأس المال العامل والمرونة النقدية للشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2023.

- توجد علاقة تأثير موجبة بين سياسة تمويل رأس المال العامل والمرونة النقدية للشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2023.

- توجد علاقة تأثير موجبة بين سياسة استثمار رأس المال العامل و مرونة الديون للشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2023.

- توجد علاقة تأثير موجبة بين سياسة تمويل رأس المال العامل و مرونة الديون للشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2023.

3.1. أهداف البحث:

- الوقوف على علاقات الإيجابية والسلبية لسياسات تمويل واستثمار رأس المال العامل بالمرونة المالية للشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية.

- تفسير طبيعة العلاقة في بيانات وأزمنة مختلفة باستخدام أدوات إحصائية رصينة للمساهمة في تفسير الكثير من الجدليات المتعلقة باستثمار وتمويل رأس المال العامل.

4.1. أهمية البحث:

أهمية البحث تنبع في تناوله لموضوع مهم للإدارة المالية وهو رأس المال العامل لما له من دور في تنشيط أعمال الشركات، بعد الإلمام بسياسات استثمار وتمويله لزيادة إدراك مكوناته، وبالتالي التأسيس للإدارة الكفؤة له التي تركز على تخطيط ورقابة الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة بطريقة تحد من مخاطر عدم القدرة على السداد، وتجنب الاستثمار غير المبرر، فالإدارة الكفؤة له تكون بذلك قائمة فهم العلاقة بين تمويله والاستثمار فيه لتحقيق هدف المرونة المالية. كما أن هذه الدراسة ستوفر للباحثين إطار مرجعي للدراسات المستقبلية لتنمية وتطوير قطاع الصناعة الغذائية في الجزائر بالارتكاز على نتائج توجه الشركات العالمية الرائدة في الصناعة الغذائية للاستثمار وتمويل رأس المال العامل وعلاقته بالمرونة المالية.

5.1. الدراسات السابقة:

- دراسة (اللهبي والمزوري؛ 2022):

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر رأس المال العامل في المرونة المالية لعينة من 11 شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية موزعة على ثلاثة قطاعات (خدمي، صناعي، زراعي)، خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى 2021، من خلال 440 مشاهدة فصلية، وتم التعبير عن رأس المال العامل بمتغير صافي رأس المال العامل والمرونة المالية بمتغير الرافعة المالية، ولتحليل الأثر بين متغيرات الدراسة تم الاعتماد على نماذج بيانات البائل. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لرأس المال العامل في المرونة المالية بالنسبة لجميع القطاعات بمعاملات تأثير مختلفة.

- دراسة (إبراهيم وعبد الستار؛ 2019):

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر كل من كفاءة إدارة رأس المال العامل معبر عنها بمتغيرين (دورة التحول النقدي، دوران رأس المال العامل) والمرونة المالية معبر عنها بمتغيرين (الرافعة المالية، السيولة النقدية) في فجوة النمو المستدام المعبر عنه بالفرق بين معدل النمو المستدام والمعدل النمو الفعلي، لعينة من 6 شركات صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2014، وتم الاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) لبيانات البائل لاختبار خمسة فرضيات للدراسة. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير كبير لدوران رأس المال العامل ونسبة الرافعة المالية في فجوة النمو المستدام.

- دراسة (زلط وآخرون؛ 2024):

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر العلاقة التفاعلية بين كلاً من المرونة المالية وإدارة رأس المال العامل على الأداء المالي لـ 105 شركة موزعة على 14 قطاع مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2022، تم قياس المرونة المالية بالاعتماد على أربعة مؤشرات للمرونة المالية (المرونة المالية الكلية والمرونة المالية النقدية والمرونة المالية للديون ومؤشر الصحة المالية)، كما تم قياس إدارة رأس المال العامل على مؤشرين (معدل دوران رأس المال العامل ودورة التحول النقدي)، وقيس الأداء المالي للشركات بالاعتماد على معدل العائد على الأصول، وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) لبيانات البائل. وقد خلصت الدراسة إلى وجود أثر معنوي للعلاقة التفاعلية بين المرونة المالية النقدية ومعدل دوران رأس المال العامل والأداء المالي للشركات، وعدم وجود أثر معنوي للعلاقة التفاعلية بين المرونة المالية للديون ومعدل دوران رأس المال العامل على الأداء المالي.

- دراسة (BAÑOS-CABALLERO et al. ; 2016):

هدفت الدراسة إلى البحث في علاقة استراتيجيات تمويل رأس المال العامل بالأداء المالي لعينة من شركات التصنيع الصغيرة والمتوسطة الحجم الإسبانية للفترة من 1997 إلى 2012 بمجموع 3735 مشاهدة، وتم قياس الأداء المالي بمؤشر العائد على الملكية وتمويل رأس المال العامل من خلال نسبة الديون المصرفية قصيرة الأجل إلى رأس المال العامل الذي هو عبارة عن الفرق بين الأصول المتداولة مطروحاً منها الحسابات المستحقة الدفع، وباستخدام طريقة

العزوم المعممة (GMM) للبانل الديناميكي تم البحث في العلاقة. وتوصلت الدراسة إلى أن استراتيجية التمويل متطلبات رأس المال العامل المناسبة يمكن أن تساعد الشركات على تحسين أدائها المالي، وأن هذه العلاقة تعتمد على المرونة المالية للشركة.

– دراسة (Karimi et al.; 2016):

هدفت الدراسة إلى البحث في العلاقة بين قيمة المرونة المالية وكفاءة الاستثمار في صافي رأس المال العامل وسرعة تعديل صافي رأس المال العامل لعينة مكونة من 100 شركة مدرجة في بورصة طهران للفترة الممتدة من 2005 إلى 2020، وتم استخدام نماذج رياضية لقياس قيمة المرونة المالية النهائية ورأس المال العامل، واختبار فرضيات البحث تم استخدام الانحدار الخطي المتعدد. وقد أظهرت نتائج الدراسة أنه توجد علاقة موجبة معنوية بين قيمة المرونة المالية وكفاءة الاستثمار في صافي رأس المال العامل وسرعة تعديل صافي رأس المال العامل.

2. رأس المال العامل:

1.2. مفهوم رأس المال العامل:

يرتبط مفهوم رأس المال العامل بمستوى الأصول المتداولة والديون قصيرة الأجل، فهو يعبر عن ذلك الجزء من رأس مال الشركة المستخدم في تلبية المتطلبات اليومية المتعلقة بالأصول المتداولة، فرأس المال العامل هو رأس المال الحالي أو المتداول الذي تحتاجه الشركة للأنشطة التشغيلية والوفاء بالالتزامات اليومية (Olaoye & al., p. 45)، ويتحدد بالفرق بين الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة، فتحقق رأس مال عامل موجب يدل على امتلاك المؤسسة لهامش أمان يساعدها على مواجهة الصعوبات وضمان استمرار توازن هيكلها المالي والابتعاد عن حالة العسر المالي، وهامش أمان تستعمله المؤسسة لمواجهة حوادث تتعلق ببعض عناصر دورة الاستغلال التي تمس السيولة، منها:

- ازدياد قيمة المخزون بسبب انخفاض وتباطؤ معدلات دورانه نتيجة تذبذب مبيعات الشركة أو تقادمه؛
- ازدياد قيمة الذمم المدينة نتيجة انخفاض قيمة التحصيلات من الزبائن بسبب إفسار بعضهم أو إفلاسهم؛
- ازدياد قيمة الذمم الدائنة نتيجة ارتفاع قيمة التسديدات للموردين بسبب إلحاحهم في مطالبة الشركة تسديد ما عليها.

2.2. أهمية رأس المال العامل:

- يعد الاختيار الصحيح لرأس المال العامل هو الأكثر أهمية لأنه يحسن تكاليف التشغيل ويحافظ على السيولة المالية للوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل لتحقيق أداء مستدام للشركة؛
- يعتبر أساس الأعمال التجارية للشركات، وخاصة في قطاع التصنيع حيث توجد عمليات شراء متقطعة من المواد الخام (Olaoye & al., 2019, p. 45)، فالجزء الأكبر من أصول قطاع التصنيع يتكون من الأصول المتداولة وهذا يعني أن الأنشطة التشغيلية الناجحة لها تدور حول رأس المال العامل؛

- أهميته تبرز من خلال ربطه بقرارات تعظيم ثروة المساهمين، فالشركة التي تتبع سياسة معينة في رأس المال العامل ستؤثر حتما في التكلفة والعائد والمخاطرة وبالتالي قيمة الشركة (الجرجري، 2016، صفحة 22)، فالسياسة المتبعة إما أن تؤدي إلى تخفيض التكلفة وزيادة العائد وانخفاض المخاطرة والذي يترتب عنه زيادة قيمة الشركة، وإما الرفع من التكلفة وانخفاض العائد وزيادة المخاطر والذي يترتب عنه انخفاض قيمة الشركة؛
- العلاقة الوطيدة بين رأس المال العامل ونمو الشركات يتطلب زيادة في مكوناته من الإنتاج والمبيعات؛
- رأس المال العامل هو مقياس لكفاءة الشركة وسوف يؤثر على أداء الشركة بمرور الزمن؛
- التأسيس لعمليات الرقابة والتخطيط على الأصول والالتزامات المتداولة للشركات، وللوصول إلى مستويات مناسبة من رأس المال العامل لتحقيق التوازن بين السيولة والربحية؛
- يؤثر على ربحية الشركات (1, p. 2018, Tesfay & Batra)؛

3.2. سياسات رأس المال العامل:

تعرف سياسات رأس المال العامل على أنها مجموعة الطرائق والأساليب المتعلقة بالمستويات المستهدفة للاستثمار في الموجودات المتداولة وكذلك الكيفية المستهدفة لتمويل تلك الموجودات (الياسري و راضي، 2021، صفحة 443)، وبالتالي فإن الأدبيات أجمعت بوجود نوعين من السياسات المتعلقة برأس المال العامل: سياسة استثمار رأس المال العامل وسياسة تمويل رأس المال العامل.

➤ سياسة الاستثمار:

ترتبط سياسة الاستثمار في رأس المال العامل بطبيعة وحجم الاستثمار في الأصول المتداولة لأية شركة مقارنة بالاستثمار في الموجودات الثابتة، والتي تتأثر بمجموعة من العوامل المختلفة التي من ضمنها طبيعة المخزون، طول الدورة التشغيلية، حجم المبيعات، سياسة الاحتفاظ بالمخزون، سياسة الائتمان، ويتم قياسها بنسبة إجمالي الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول، فالاستثمار في رأس المال العامل لا يتحمل التأجيل مقارنة بإمكانية تأجيل للاستثمار في الأصول الثابتة حيث أن تأجيل الاستثمار في الأصول المتداولة قد يلحق أضرارا جسيمة بالشركة ووفقا لذلك فإن تأجيل الاستثمار الإضافي في النقدية يترتب عليه نقص خطير في السيولة إضافة إلى أن تأجيل الاستثمار الإضافي في الذمم المدينة والمخزون السلبي يترتب عليه فقدان الشركة لبعض زبائنها الجيدين (قاسم و قاسم، 2021، صفحة 84). كما أن سياسة الاستثمار في رأس المال العامل تنقسم إلى سياسة استثمار جريئة وسياسة استثمار محافظة، فالشركات تعمل على تحسين سياسات رأس المال العامل من خلال الأخذ في الاعتبار المنافع والتكاليف، فإذا اعتمدت الشركات السياسة الجريئة للاستثمار في رأس المال التي تشجع الاستثمارات المنخفضة في الأصول المتداولة، ستكون في خطر أكبر لعدم كفاية رأس المال العامل، فانخفاض الاستثمارات المنخفضة في الأصول المتداولة، ستكون كافية للشركة للعمل بفعالية وكفاءة ولكن على حساب المبيعات التي ستخفض، في المقابل إذا تبنت الشركات سياسة محافظة لاستثمار رأس المال العامل التي تشجع الاستثمارات العالية في الأصول المتداولة، فإنها سوف تواجه نقص السيولة، فزيادة الاستثمار في الذمم المدينة وأرصدة المخزون قد يمنع انقطاع عملية الإنتاج ويؤدي إلى بناء علاقة

جيدة مع العملاء وبالتالي زيادة المبيعات، ولكن من المحتمل أن ترتفع تكاليف الشركة، مما قد يؤثر سلباً على حقوق المساهمين (Ahmad & al., 2022, p. 3).

➤ سياسة التمويل:

ترتبط سياسة تمويل رأس المال العامل باستخدام الالتزامات المتداولة لتمويل الأصول المتداولة ويتم قياسها بنسبة إجمالي الالتزامات المتداولة إلى إجمالي الأصول، هذه السياسة أيضاً تنقسم إلى سياسة تمويل جريئة وسياسة تمويل محافظة، فالسياسة الجريئة لتمويل رأس المال العامل هي استخدام الالتزامات قصيرة الأجل لتمويل الأصول المتداولة (Ahmad & al., 2022, p. 3)، لأن استخدام الالتزامات الأقل تداولاً هو أقل تكلفة وأكثر خطورة نظراً لأن الشركات تضطر لتسوية هذه الالتزامات قصيرة الأجل في وقت مبكر. فالسياسة الجريئة هذه مناسبة للشركات التي تعمل في أسواق مستقرة نسبياً وتحقق استقراراً ثابتاً في الإيرادات (Altaf & Ahmad, 2019, p. 4). في حين تكون سياسة محافظة لتمويل رأس المال العامل في استخدام الالتزامات طويلة الأجل لتمويل الأصول المتداولة (Ahmad & al., 2022, p. 3)، لأن الالتزامات طويلة الأجل أقل خطورة وأن الشركات لديها الوقت الكافي لتسوية تكلفة مصاريف الفائدة المرتفعة، فالسياسة المحافظة مناسبة للشركات التي تعمل في ظروف السوق المتقلبة وتواجه تحديات منحى الطلب غير المؤكد (Altaf & Ahmad, 2019, p. 4).

3. المرونة المالية:

1.3. مفهوم المرونة المالية:

تشير المرونة المالية إلى قدرة الشركة للوصول إلى تمويلها وإعادة هيكلة بتكلفة منخفضة (Gamba & Triantis, 2008, p. 2263)، وهي تشير كذلك إلى حجم النقد المتراكم الذي تحتفظ به الشركات بمرور الوقت، فالشركات التي تتمتع بالمرونة المالية لديها خلال أوقات الحاجة خيارات للحصول على النقد (السيولة) لتجنب التخلف عن السداد، كما تتميز الشركات التي تتمتع بالمرونة المالية بوجود مستويات نقدية عالية و/أو نسب دين منخفضة (Zalina & al., 2017, p. 6). كما يمكن وصف الشركة بأنها مرنة مالياً إذا كانت ذات سيولة كافية لمواجهة صدمات التدفق النقدي، وقادرة على متابعة فرص الاستثمار في الوقت المناسب بسبب قدرتها على الوصول بسهولة إلى الأموال الخارجية (السعيدي و شاكر، 2022، صفحة 245)، فالمفهوم يشير إلى قدرة الشركات على تعديل مقدار وتوقيت احتياجاتها المالية بشكل يمكنها من الاستجابة للاحتياجات والفرص الاستثمارية، كما أن الشركات التي تكون لديها مرونة مالية تكون أكثر قدرة على تلبية الاحتياجات المالية غير المتوقعة وتكون لديها القدرة على اغتنام الفرص الاستثمارية المربحة غير المتوقعة، بينما الشركات غير المرنة مالياً تصبح غير قادرة على تلبية الاحتياجات المالية غير المتوقعة، ما يؤدي إلى الحد من مصادر النقد لسداد الديون المستحقة، ويحد من فرص النمو لعدم القدرة على اغتنام الفرص الاستثمارية غير المتوقعة ما يقربها من الفشل والإفلاس.

برزت أهمية المرونة المالية في اختيار التمويل في الدراسات الاستقصائية التي أجراها (Graham & Harvey 2001) و (Bancel & Mittoo ; 2004) والتي خرجت بنتائج مماثلة تحدد المرونة المالية باعتبارها القضية الرئيسية في

تحديد خيار التمويل، وهذا يعني أنه من الناحية العملية، لا يفكر المديرون فقط في قرار التمويل، وبدلاً من ذلك، فهم مهتمون بكيفية تأثير قراراتهم التمويلية على القضايا العملية التي يجب عليهم التعامل معها، وأن المحدد الأكثر أهمية لهيكل رأس مال الشركة هو التطلع إلى تحقيق المرونة المالية وحمايتها. كما توصلت دراسة أجراها (2007 DeAngelo & DeAngelo ; إلى أن النظريات التقليدية مثل نظرية المقايضة (Trade-off) ونظرية الترتيب الهرمي (Pecking order) تفشل في تفسير السلوك التمويلي للشركات، وبناءً على ذلك، يمكن للشركات أن تسعى إلى تحقيق المرونة المالية باستخدام مستويات الدين والسيولة (Bancel & Mittoo, 2011, p. 182)، وتشير الدراسات الاستقصائية الأخيرة التي أجرتها منظمات التمويل الأجنبي الأمريكية والأوروبية (CFOs) إلى أن المحرك الأكثر أهمية لقرارات هيكل رأس مال الشركات هو الرغبة في تحقيق والحفاظ على المرونة المالية (Gamba & Triantis, 2008, p. 2263).

ويمكن أيضاً ذكر أهمية المرونة المالية فيما يلي:

- المرونة المالية تمنح الشركات القدرة على توفير الاحتياجات المالية بصورة مستدامة؛
- المرونة المالية تمكن الشركات من توفير السيولة الكافية، وتخفيف العسر المالي ومن ثم خطر الإفلاس؛
- المرونة المالية من خلال سياسي الاحتفاظ بالنقد والرافعة المالية المتحفظة يمكن للشركات الوصول إلى تمويلها في الوقت المناسب أو اغتنام فرص الاستثمار القيمة بتكلفة تمويل منخفضة. (السيد و الخولي، 2024، صفحة 748)

- المرونة المالية من خلال الاحتياطات النقدية تمنح المديرين سلطة اتخاذ القرار. (Karimi, 2023, p. 208)
- تزداد أهمية المرونة المالية في البلدان ذات الحماية القانونية الضعيفة للمستثمرين، وفي ظل الوصول المحدود إلى الائتمان. (السيد و الخولي، 2024، صفحة 749)

2.3. مقاييس المرونة المالية:

ينظر للمرونة المالية من خلال مقاربتين، وهما:

➤ **المرونة النقدية:** تشير المرونة النقدية إلى السيولة، التي تعتبر من العناصر الرئيسية والحيوية للعمليات اليومية للشركات، فهي تعكس القدرة على تلبية الالتزامات المالية القصيرة بشكل فوري، وتلعب السيولة دوراً هاماً في تحقيق الاستقرار المالي ومواصلة العمليات التشغيلية بشكل طبيعي، وهناك العديد من العوامل التي يمكن أن تؤثر على سيولة:

- كفاءة التشغيل: يمكن للكفاءة التشغيلية أن تؤثر بشكل كبير على السيولة، حيث يمكن للشركات الأكثر كفاءة تحقيق أرباح أعلى وتوفير السيولة.
- ظروف السوق: تؤثر الظروف السوقية على السيولة عن طريق التأثير على المبيعات وقدرتها على تحويل الأصول إلى نقد.

- استراتيجيات الإدارة: القدرة على إدارة الأصول والالتزامات بفعالية يمكن أن تؤثر على السيولة، فالشركات التي تدير الأصول والالتزامات بطريقة فعالة يمكن أن تحافظ على مستوى مناسب من السيولة.
- **مرونة الديون:** الأدبيات المالية تعتبر الدين المصدر الأساسي للمرونة المالية، فتشير مرونة الديون إلى مفهوم الرافعة المالية، وهي اعتماد الشركات على القروض بهيكلها المالي، فيصبح للرافعة المالية أثراً إيجابياً إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل يزيد عن تكلفة الاقتراض، وإذا لم تنجح في ذلك فإنها ستعرض لخطر أكبر وتحقق خسارة أكبر، وهناك العديد من الدوافع المحفزة للجوء إلى الديون من قبل الشركات، منها:
 - التمويل عن طريق الدين وسيلة للمحافظة على مراقبة، فلا يحدث أي تغيير على هيكل الملكية؛
 - تفضيل المساهمين التمويل بالدين للمحافظة على نصيبهم من الأرباح؛
 - يعتبر الدين مصدر تمويل متاح في أي وقت؛
 - التوفيق بين النمو والمخاطر المالية، بإيجاد التوازن بين النمو والاستقلالية المالية؛

4. الجانب التطبيقي

1.4. مجتمع وعينة الدراسة:

اشتمل مجتمع الدراسة على جميع الشركات العالمية المتخصصة في الصناعة الغذائية الناشطة خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2023، بينما عينة الدراسة فإنها تتكون من خمس (5) شركات تم اختيارها بطريقة العينة القصدية لتحقيق أهداف الدراسة، تمثلت في الشركات التي تم التوافق عليها بأنها من بين شركات رائدة في المجال الصناعة الغذائية لسنة 2023 حسب القائمة المنشورة من طرف مؤسسة (ETC) التي تعمل على العدالة البيئية، وموقع (mordorintelligence, 2024)، وصنفت ضمن أكبر عشر (10) شركات للمواد الغذائية في العالم لعام 2022 حسب قائمة فوربس Global 2000 (Sorvino, 2022)، وتم الاعتماد في جمع البيانات على الموقع الإلكتروني (www.macrotrends.net).

الجدول رقم (1): شركات عينة الدراسة

الاسم	الرمز
NESTLE	NSRGY
DANONE	DANOY
TYSON FOODS	TSN
COCA-COLA	COKE
PEPSICO	PEP

2.4. متغيرات الدراسة:

بالاعتماد على الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع المرونة المالية فإن الشركات تحقق المرونة المالية بمؤشرين اثنين (المرونة النقدية ومرونة الديون)، والمتغيرين يتعلقان برأس المال العامل (استثمار وتمويل)، ومتغير ضابط (حجم الشركة) لضبط تأثير اختلاف حجم شركات العينة على المرونة المالية، والمتغيرات هي:

الجدول رقم (2): متغيرات الدراسة

المتغيرة	نوع المتغير	طريقة الحساب
المرونة النقدية (CFL)	تابع	(النقد وما يعادله)/المطلوبات الجارية
مرونة الديون (DFL)	تابع	الديون/حقوق الملكية
استثمار رأس المال العامل (WCI)	مستقل	الأصول الجارية/إجمالي الأصول
تمويل رأس المال العامل (WCF)	مستقل	المطلوبات الجارية/إجمالي الأصول
حجم الشركة (FIS)	ضابط	لوغاريتم إجمالي الأصول

المصدر: من إعداد الباحث

3.4. الطريقة والأدوات المستخدمة:

استخدمت الدراسة نماذج بيانات البانل (Panal Data) بيانات متعددة الأبعاد تأخذ بأثر تغير الزمن وأثر الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء في بيانات دراسات الاقتصاد القياسي، إذ تتيح للباحثين فحص العلاقة بين المتغيرات عبر عدة مقاطع عرضية وفترات زمنية حيث يتفوق تحليل بيانات البانل على تحليل البيانات الزمنية (السلاسل الزمنية) أو البيانات المقطعية منفردة فتعطي نتائج أكثر دقة، مع إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، حيث لخص (Hsiao) فوائد استخدام بيانات البانل في ثلاثة مجالات على الأقل:¹

- تحديد النماذج الاقتصادية والتميز بين الفرضيات؛
 - إزالة أو تقليل تحيز المقدرات؛
 - تقليل مشاكل التعدد الخطي (multicollinearity) في البيانات.
- نماذج الدراسة: تم اقتراح النموذجين التاليين لاختبار العلاقة:

$$CFL_{it} = \beta_0 + \beta_1 WCI_{it} + \beta_2 WCF_{it} + \beta_3 FIS_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{النموذج الأول:}$$

$$DFL_{it} = \beta_0 + \beta_1 WCI_{it} + \beta_2 WCF_{it} + \beta_3 FIS_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{النموذج الثاني:}$$

¹ Cheng Hsiao, Benefits and limitations of panel data, Econometric Reviews, , 4(1), 1985, p124.

➤ **التحليل الوصفي للمتغيرات:** تم اعتماد المقاييس الإحصائية الوصفية (المتوسط الحسابي، القيمة الدنيا والقيمة القصوى، الانحراف المعياري) لغرض عرض وتحليل البيانات لكل متغيرة من متغيرات الدراسة، فالمتوسط الحسابي يعد أكثر مقاييس النزعة المركزية استخداما، وسيتم تحديد تباعد البيانات عن بعضها البعض بحساب أصغر قيمة وأعلى قيمة، وتحديد مدى تباعدها عن المتوسط الحسابي بحساب مؤشر الانحراف المعياري لكل متغيرة من المتغيرات.

الجدول رقم (3): الإحصاء الوصفي

المتغيرات	المتوسط	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أكبر قيمة
CFL	0.3091752	0.2299089	0.0154454	1.551271
DFL	1.2656	0.9255331	0.29	3.57
WCI	0.2719271	0.066343	0.1639936	0.4602119
WCF	0.2372897	0.0561562	0.1228814	0.3429579
FIS	10.27856	1.470588	7.151603	11.93318

المصدر: مخرجات البرنامج STATA 13

➤ **مصفوفة الارتباط:** لاختبار العلاقة بين المتغيرات الدراسة تم استخدام اختبار بيرسون (Pearson Correlation)، ويتم عرض نتائج هذا الاختبار في الجدول التالي:

الجدول رقم (4): مصفوفة الارتباط

المتغيرات	CFL	DFL	WCI	WCF	FIS
CFL	1				
DFL	0.0855	1			
WCI	0.5557	-0.1282	1		
WCF	0.2194	-0.1872	0.2256	1	
FIS	0.3087	-0.3823	0.0572	0.6168	1

المصدر: مخرجات البرنامج STATA 13

بالنظر إلى مصفوفة الارتباط بالجدول (4) التي تبين معاملات مدى واتجاه الارتباط الخطي بين المتغيرات، تظهر مجموعة من الارتباطات الموجبة والسالبة بين المتغيرات، وعدم وجود ارتباطات قوية جدا بين المتغيرات المستقلة تؤثر في دقة وموثوقية النموذج الإحصائي، كما أظهرت مصفوفة الارتباط وجود علاقة طردية بين المتغير التابع المرونة النقدية (CFL) والمتغير المستقلين سياسة استثمار رأس المال العامل (WCI) وسياسة تمويل رأس المال العامل (WCF) بمعامل ارتباط 0.5557 و 0.2194 على التوالي، ووجود علاقة عكسية بين المتغير التابع المرونة الديون (DFL) والمتغير المستقلين سياسة استثمار رأس المال العامل (WCI) وسياسة تمويل رأس المال العامل (WCF) بمعامل ارتباط - 0.1282 و -0.1872 على التوالي.

4.4. تقدير نماذج الدراسة باستخدام نماذج البائل

الجدول رقم (5): معلمات النموذج باستخدام نماذج البائل

النموذج الثاني			النموذج الاول			المتغيرات
نموذج (REM)	نموذج (FEM)	نموذج (PRM)	نموذج (REM)	نموذج (FEM)	نموذج (PRM)	
4.2663	4.4495	4.1901	-0.7652	-0.6557	-0.6689	β_0
-0.3363	-0.2871	-1.8027	2.8897	2.9536	1.9543	WCI
-2.7319	-2.9355	1.9466	-2.5649	-2.7534	-0.5177	WCF
-0.2199	-0.2343	-0.2817	0.0872	0.0793	-0.1515	FIS
0.1253	0.1246	0.1656	0.3161	0.2890	0.3951	R- squared
	1.12	4.70		46.85	15.46	F- statistic
	0.3474	0.0048		0.0000	0.0000	Prob (F- statistic)
3.75			133.34			Wald chi2
0.2899			0.0000			Prob > chi2

المصدر: مخرجات البرنامج STATA 13

المفاضلة بين النماذج الثلاثة لبيانات البانل

الجدول رقم (6): نتائج اختبارات المفاضلة

	النموذج الأول	النموذج الثاني
اختبار فيشر (Fisher) المقيد	$F(4, 67) = 27.67$	$F(4, 67) = 18.15$
	$\text{Prob} > F = 0.0000$	$\text{Prob} > F = 0.0000$
اختبار Hausman	$\text{Chi}^2(3) = 12.12$	$\text{Chi}^2(3) = 0.13$
	$\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0.007$	$\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0.9885$

المصدر: مخرجات Stata 13.

من خلال اختبار التجانس عن طريق استخدام اختبار فيشر (Fisher) المقيد على نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، وبما أن $\text{Prob} > F = 0.0000$ لإحصائية فيشر، نقبل بوجود نموذج التأثيرات الثابتة لكل من النموذجين التقديرين، ومن خلال استخدام اختبار Hausman للاختبار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية وبما أن $\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0.007$ لإحصائية (chi^2) نقبل بوجود نموذج التأثيرات الثابتة للنموذج التقديري الأول، بينما قدرت $\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0.9885$ لإحصائية (chi^2) فإننا نقبل بوجود نموذج التأثيرات العشوائية للنموذج التقديري الثاني.

اختبار المشاكل القياسية لنماذج التقدير

الجدول رقم (7): نتائج اختبار المشاكل القياسية

	النموذج الأول	النموذج الثاني
اختبار الارتباط الذاتي للبواقي Wooldridge test	$F(1, 4) = 7.896$	$F(1, 4) = 35.248$
	$\text{Prob} > F = 0.0483$	$\text{Prob} > F = 0.0040$
اختبار عدم تجانس التباين (Heteroscedasticity)	Modified Wald test	White test
	$\text{chi}^2(5) = 5.30$	$\text{chi}^2(9) = 14.19$
	$\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0.3802$	$\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0.1157$

المصدر: مخرجات Stata 13.

بما أن $Prob > F = 0.0483$ لاختبار Wooldridg للنموذج الأول، و $Prob > F = 0.0040$ للنموذج التقديري الثاني، فإن هناك ارتباط ذاتي للبواقي لكلا النموذجين، ومن أجل التأكد من تجانس التباين لحدود الخطأ من عدمه لكل مجموعة في نموذج التأثيرات الثابتة تم استخدام اختبار Modified Wald، وبما أن $Prob > chi2 = 0.3802$ لإحصائية $chi2$ للنموذج التقديري الأول فإنها تشير لعدم وجود مشكلة تجانس التباين لحد الخطأ، بينما نموذج التأثيرات العشوائية للنموذج الثاني تم استخدام اختبار White، وبما أن $Prob > chi2 = 0.1157$ لإحصائية $chi2$ للنموذج التقديري الثاني فإنها تشير لعدم وجود مشكلة تجانس التباين لحد الخطأ.

5-2- نتائج تقدير النماذج المصححة

الجدول رقم (8): نتائج التقدير

النموذج الثاني			النموذج الاول			المتغيرات
$ P> z$	z	Coef	$ P> t$	t	Coef	
0.157	1.42	2.337677	0.000	-10.29	-3.105445	β_0
0.486	0.70	0.7331223	0.000	15.42	3.973631	WCI
0.126	-1.53	-2.628792	0.000	-5.05	-2.172507	WCF
0.682	-0.41	-0.0648644	0.002	3.17	0.2742681	FIS
		0.0715			0.3211	R- squared
					84.27	F- statistic
					0.0000	Prob (F- statistic)
		3.06				Wald chi2
		0.5477				Prob > chi2

المصدر: مخرجات Stata 13.

من خلال نتائج الجدول (8) فإن المتغيرات المستقلة للنموذج الأول تفسر 32.11% من تغيرات المرونة النقدية والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، كما نلاحظ أن المعنوية الكلية للنموذج مقبولة من خلال قيمة الاحتمال $Prob (F- statistic)$ لإحصائية fisher والتي تساوي 0.0000 فالنموذج معنوي لتقدير العلاقة، بينما المتغيرات المستقلة للنموذج

الثاني تفسر 7.15% من تغيرات مرونة الديون والباقي يرجع إلى عوامل أخرى، كما أن النموذج غير معنوي من خلال قيمة الاحتمال $Prob > \chi^2_{Wald}$ للإحصائية χ^2_{Wald} والتي تساوي 0.5477 فالنموذج غير قادر على تفسير العلاقة.

5. خاتمة:

1.5. نتائج البحث:

- سياسة استثمار رأس المال العامل (WCI) وحجم الشركة (FIS) لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5%، والقيمة التقديرية للمعاملات المتغيرات موجبة، مما يعني أنها ذات تأثير طردي على المرونة المالية المعبر عنها بالمرونة النقدية (CFL)، بينما سياسة تمويل رأس المال العامل (WCF) فلها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5%، والقيمة التقديرية للمعاملات المتغيرات سالبة، مما يعني أنها ذات تأثير عكسي على المرونة المالية المعبر عنها بالمرونة النقدية (CFL).
- سياسة استثمار رأس المال العامل (WCI) وسياسة تمويل رأس المال العامل (WCF) ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5%، مما يعني أنها ليست علاقة بالمرونة المالية المعبر عنها بمرونة الديون (DFL).

2.5. مقترحات البحث:

- الدراسة تمت باستخدام متغيرين للتعبير عن سياسات استثمار وتمويل رأس المال العامل، إذ يمكن تضمين متغيرات أخرى لتوفير رؤى أكثر فائدة.
- استخدمت الدراسة البيانات الثانوية للشركات الرائدة في الصناعة الغذائية للوقوف على العلاقة، فيمكن استخدام بيانات الشركات الرائدة لفهم سلوك مديريها في إدارة رأس المال العامل.

6. قائمة المراجع:

• الأطروحات:

زهراء جبار الله حمود الجرجري. (2016). سياسات الاستثمار في رأس المال العامل وأثرها على العائد والمخاطرة: دراسة تحليلية لبعض شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص للمدة من 2006 إلى 2013 (رسالة ماجستير). كلية الادارة والاقتصاد، العراق: جامعة الموصل.

• المقالات:

تمهاني مهدي الياسري، و حسن هادي كهو راضي. (2021). سياسات تمويل رأس المال العامل وانعكاسها على الربحية المصرفية: بحث تطبيقي لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة أهل البيت، 1 (28).
عبد الله كاظم السعيد، و زهراء نائير شاكر. (2022). المرونة المالية وأثر معدل النمو المستدام في تعزيزها دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة مركز دراسات الكوفة، 1 (65).

عدنان سالم قاسم، و فاطمة محمد قاسم. (2021). أثر كفاءة إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركات دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2009-2018. *مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية*، 17 (53).

محمد صابر حموده السيد، و أسامه عبد المنعم عبد الحميد الخولي. (2024). أثر المرونة المالية على الربحية وكفاءة الاستثمار في الفترات الحالية والمستقبلية: أدلة تطبيقية من سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، 5 (1).

Ahmad, M., & al., e. (2022). Working capital management and firm performance: are their effects same in covid 19 compared to financial crisis 2008? *Cogent Economics & Finance*. doi:10.1080/23322039.2022.2101224

Altaf, N., & Ahmad, F. (2019). Working capital financing, firm performance and financial constraints: Empirical evidence from India. *International Journal of Managerial Finance*, 15(4).

Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2011). Financial Flexibility and the Impact of the Global Financial Crisis: Evidence from France. *International Journal of Managerial*, 7(2).

Gamba, A., & Triantis, A. (2008). The Value of Financial Flexibility. *THE JOURNAL OF FINANCE*, 63(5).

Karimi, M. (2023). Value of financial flexibility and quantitative aspects of net working capital: Evidence from Tehran Stock Exchange. *International Journal of Nonlinear Analysis and Applicatio*, 14(11).

Olaoye, F. O., & al., e. (2019). Working Capital Management and Firms' Profitability: Evidence from Quoted Firms on the Nigerian Stock Exchange. *Intelligent Information Management*(11).

Tesfay, A., & Batra, G. (2018). Determinants of Working Capital Management: Evidence from Ethiopian Corporate Sector. *International Journal of Management Studies*, 5(4).

Zalina, Z., & al. (2017). Debt and Financial Performance of REITs in Malaysia: A Moderating Effect of Financial Flexibility. *Jurnal Pengurusan*(50).

• مواقع الأنترنت:

Chloe Sorvino 16) .May, 2022 .(*Forbes Global 2000: The World's Largest Food Companies In* 2022202204 تاريخ الاسترداد .forbesmiddleeast، من Juin, 2024

<https://www.forbesmiddleeast.com/ar/consumer/food-and-drink/forbes-global-2000-the-worlds-largest-food-companies-in-2022>

mordorintelligence. (2024). *GLOBAL PACKAGED FOOD MARKET*. Retrieved Juin 4, 2024, from MordorIntelligence: <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/packaged-food-market>