

إختبار الدور التفاعلي للموارد المالية في العلاقة بين

استراتيجية التنوع وقيمة المنشأة^(*)

أ.د. سعد علي حمود العنزي
قسم إدارة الأعمال
جامعة بغداد/كلية الإدارة والاقتصاد
أ.م. مصطفى منير إسماعيل
قسم الإدارة الصناعية

المستخلص

يهدف البحث الى تقديم تفسيرات جديدة لظاهرة التنوع وتأثيراتها المحتملة في قيمة المنشأة. وتوج ذلك بالإفصاح عن الدور المميز للمنظور المستند الى الموارد في دراسة العلاقة بين المتغيرين بعد أن خضعت لها عينة ممثلة من كبريات الشركات العالمية المدرجة ضمن مؤشر (Fortune 500) على طول المدة الزمنية الممتدة بين الأعوام (٢٠٠٥-٢٠١١) في محاولة أولى من نوعها على المستوى المحلي، استندت الى أسلوب الدمج بين البيانات المقطعية وبيانات السلاسل الزمنية بغية تفسير التباين المتوقع في قيمة المنشأة ببعديه المكاني والزمني، لعلها تسهم في إبداء تصور واضح، بقوة الوصف والتفسير والتنبؤ، يساعد على حل التناقض والالتباس في الكشف عن طبيعة العلاقة الصحيحة بين المتغيرين المذكورين، وهو هدف استراتيجي تنشده منظمات الأعمال متعددة القطاعات، رويداً وإستباقاً صوب القصد من البقاء والاستمرار في بيئة القرن الحادي والعشرين. وإستفهاماً لمشكلة البحث ووعياً بأبعدها من جهة، ومحاولة تدليلها من جهة أخرى، جرى إستنباط مجموعة فرضيات سخر مضمونها لتفسير العلاقة بين التنوع وقيمة المنشأة، تخللتها مجموعة متغيرات تفاعلية توافقت مع طروحات نظرية إعتماذية الموارد الداخلية. وبعد إجراء التحليلات الإحصائية اللازمة لاختبار فرضيات التأثير التفاعلي للموارد المالية تحديداً، تبين صحة فرضيتي التأثير المباشر وتوافر الموارد المالية، والتي يُستدل منها على الدور التفاعلي المعدل للموارد المالية عالية المرونة في تلك العلاقة بين التنوع غير المترابط، في الدرجة الأولى، وقيمة المنشأة.

المصطلحات الأساسية في البحث: استراتيجية التنوع، قيمة المنشأة، الدور التفاعلي، الموارد المالية، مؤشر (Fortune 500).



مجلة العلوم

الاقتصادية والإدارية

المجلد ١٩

العدد ٧١

الصفحات ٢٤-١

(*) بحث مسنل من أطروحة الدكتوراه للباحث الثاني والموسومة "جدلية العلاقة بين خيار التنوع وقيمة المنظمة منهجاً للتوازن الاستراتيجي في ظل تعدد مداخل التنظير" بأشراف الباحث الأول.



المقدمة

التنويع ظاهرة شائعة معقدة في طبيعتها ليست على الدوام معالمها واضحة، فما يُعدُّ تركيزاً لربما يكون في جوهره تنويع بعد النظر الى اتجاهه ما إذا كان مترابطاً أم غير مترابط. فتخصص المنشأة في صناعة الملابس مثلاً، يمثل خياراً للتركيز في الوقت الذي تنتوع فيه تلك المنتجات الى رجالية و نسائية وأخرى للصغار والكبار، أو ملابس صوفية وقطنية، وهكذا لنشكّل بذلك نوعاً من أنواع التنويع المترابط في المنتجات وليس التركيز على منتج واحد. وهذا يعني في مضمونه، أنّ التناقض سمة تلازم التنويع في أصل الظاهرة، فما بالك دراسة نتاجها في ضوء وشائج العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة والتنبؤ باتجاهاتها من منطلق نظرية إعتمادية الموارد الداخلية التي تسلم بمنطق المبادلة الصحيحة بين منافع التنويع وكلفه، ومن ثمّ صافي التأثير الأيجابي المحتمل لمنافع الموارد، بما فيها الموارد المالية، وما تؤول إليه من قيمة إقتصادية مضافة تُجسد في حقيقتها التوازن بين المنظورين الداخلي على مستوى المنشأة وإدارتها، والخارجي على مستوى المساهمين فيها وعمامة المستثمرين من المشتركين في السوق المالية.

ولكنّ المنافع المتوقعة من التنويع ليست مطلقة، فهي تقتزن بمدى توافر الموارد المناسبة التي تشغل المالية منها حيزاً مهماً لمرونتها العالية وإمكانية تسخيرها في الدخول الى قطاعات أعمال مترابطة وغير مترابطة، وتتوقف كذلك على كفاءة تخصيص تلك الموارد وتوزيعها بشكل كفوء بعد نقلها وتحويلها بين مختلف القطاعات وحسب الحاجة الفعلية منها.

وتعدُّ قيمة المنشأة، هدفاً معاصر يتقدم أهدافها الأخرى في إطار تحول النموذج المعرفي للإدارة في بيئة القرن الحادي والعشرين. وبلوغ هذا الهدف مرهون بتحقيق نوع من المبادلة الصحيحة بين كلف التنويع ومنافعه في ظل التأثيرات التفاعلية المرجوة للموارد المالية، لاسيما بالنسبة الى ما تتمتع به من مرونة عالية تكفل إمكانية إستعمالها في كلا إتجاهي التنويع المترابط وغير المترابط، لا بل يسود الاعتقاد بفاعلية هذا النوع من الموارد على نحو أكبر عندما يجري تبني خيار التنويع غير المترابط بين قطاعات مختلفة لا تجمع بينها موانع إستراتيجية محددة، وما يترتب على ذلك من حاجة أكبر لتمويل هذا النوع من الإستثمارات بالموارد المالية سريعة النقل والتحويل بين القطاعات المذكورة على إختلافها وتنوعها نظراً لجاهزيتها في التوظيف وإتمام مختلف المبادلات.

وبطبيعة الحال، وجّهت عملية البحث مجموعة تساؤلات بعد أن جمع بينها تساؤل رئيس، إختصّ في تقصّي إمكانية تعظيم قيمة المنشأة عبر القيمة الاقتصادية المضافة التي لربما تتسبب فيها الأرباح الاقتصادية المحتملة من جراء التنويع، موجهاً محاولة تحقيق الأهداف الأساسية المتوخاة من الدراسة صوب حل مشكلتها بأبعادها المرتبطة بالمحتوى الفكري وجوانب التصميم والمنهجية ونتائج التجريب.

وبغية الأجابة عن هذه التساؤلات على وفق التبويب الذي هي عليه وتحقيق الغايات المرجوة منها، جرى تقسيم البحث على ستة مفاصل أساسية تفرعت منها مجموعة فقرات متّجهاً المفصل الأول منها الى تبيان الأطار التمهيدي للبحث ومدخله عبر ثلاث فقرات تناولت على التوالي مجال البحث وتوجهه، وبيان المشكلة والتساؤلات، ومسوغات البحث و أهدافه. وخصص المفصل الثاني لمراجعة أدبيات التنويع وقيمة المنشأة وشائج العلاقة بينهما في ظل المنظور المستند الى الموارد على وفق ثلاث فقرات، تطرقت كل منها بالتتابع الى أساسيات العلاقة بين المتغيرين، والموارد المالية وإستراتيجية التنويع، والتنويع وفرضية تعظيم قيمة المنشأة. وبخصوص المفصل الثالث، فقد كُرس لعرض النموذج الفرضي للدراسة وصياغة فرضياتها. أما المفصل الرابع، فقد إنصرف الى تبيان منهجية البحث وعرض تفاصيلها عبر ثلاث فقرات أساسية هي البيانات وأفاقها الزمنية، ومجتمع البحث وعينته، وقياس المتغيرات على التوالي. وبخصوص نتائج الوصف الأحصائي للمتغيرات وإختبار الفرضيات وتحليلها وتفسيرها، فقد إختصّ بها المفصل الخامس على وفق ثلاث فقرات رئيسية أيضاً، تناولت بالتتابع الوصف الأحصائي للمتغيرات ومصفوفة معاملات الارتباط، والتحويلات الرياضية للبيانات، وإختبار الفرضيات. وقد جرى إختتام البحث بمفصله السادس متضمناً خلاصة وإستنتاجات.

مدخل البحث

يُعدُّ مدخل البحث إطاراً تمهيدياً دالاً إلى مجاله وتوجهه الرامي إلى تذليل المشكلة المدروسة بعد تحديدها وتعريفها على وفق مجموعة تساؤلات، شكَّلت ضرورة الأجابة عنها مسوغات منطقية للبحث في إطار الأهداف الأساسية المتوخاة منه، لتكون هذه المعطيات مفاصل رئيسة ثلاثة تألَّفت منها الفقرة الحالية. أولاً: مجال البحث وتوجهه جسَّدت العلاقة بين إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة مجالاً رئيساً للبحث الحالي، بعد أن تباينت نتائج الدراسات السابقة التي اهتمت بتقصي العلاقة بين المتغيرين سواء على

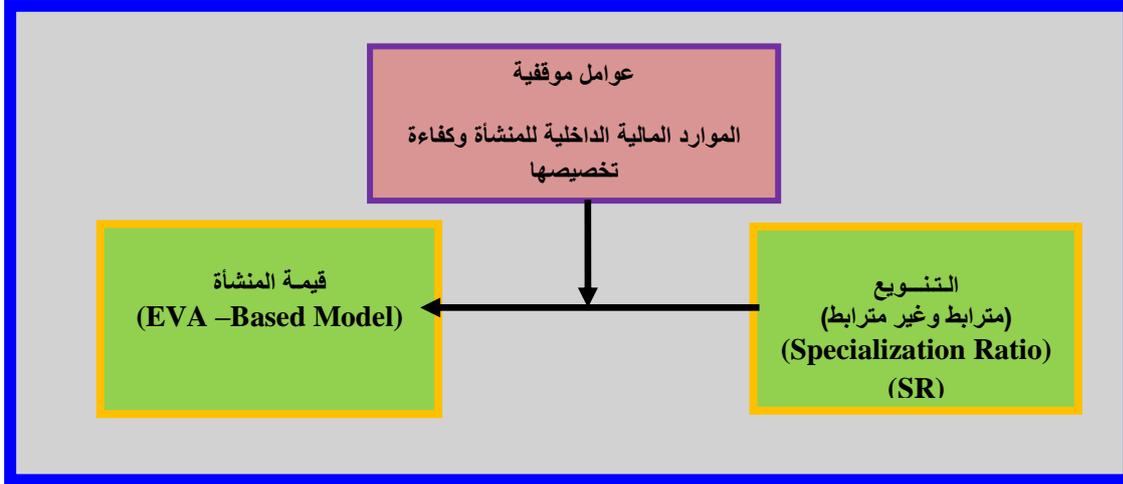
مستوى الفكر الاستراتيجي موضع إهتمام البحث الحالي (e.g., Chatterjee & Miller, 2000) Wernerfelt, 1991)، أو بالنسبة إلى الفكر المالي الذي ركز على طروحات نظرية الوكالة (Hoechle, 2009) (e.g., Schmid, Walter & Yermack, 2009) في هذا الخصوص بالدرجة الأساس. وعلى هذا الأساس، سيق التفكير إلى عملية إستكشاف نظري إستوجبت مراجعة نظرية طابعها تشخيصي للبحث في طبيعة العلاقة بين المتغيرين عبر نظرية إعتمادية الموارد الداخلية (Resource-Dependency Theory, RDT)، أو ما يُعرف بالمنظور المستند إلى الموارد (Resource-Based View, RBV)، أسهم ذلك في الإفصاح عن الدور التفاعلي المميز لموارد المنظمة، لاسيما المالية منها، التي تتمتع بمرونة عالية تتيح إمكانية توظيفها في كلا إتجاهي التنويع المترابط وغير المترابط، وإختبارها إستناداً إلى أسلوب التفكير الأستنباطي المعتمد على إستخلاص الفرضيات في محيطها الموقفي بعد رصد شواذ القياس لأصل الظواهر المدروسة والعلاقات القائمة بينها ومحاولة توليد تفسيرات بديلة تعكس فهم جديد لها.

وتطوير النظرية مرهون بأعتماذ تصاميم بحثية موجهة نحو تقصي شواذ تكتمل عبر تشخيصها ومعالجتها الصورة الأوسع في تفسير العلاقة بين الظواهر (Bower and Gilbert, 2005 : 410). وهذا يعني ضرورة البحث عن عناصر شاذة ترتبط بقياس البنى الخاضعة للبحث والدراسة التي أخفقت النظرية في إحتوانها، وبما يتيح إمكانية التنقل بين طبقات هرم بناء النظرية لتعريف وقياس الظاهرة بدقة أعلى وغموض أدنى، أو التحول إلى تصنيف آخر بديل يمكن معه تفسير النتائج على نحو أفضل (Carlile and Christensen, 2005:5).

وهذا يؤشر بدوره، إنتماء البحث الحالي إلى مجموعة البحوث التي تستند في تصاميمها إلى البحث عن الشواذ (Anomaly Seeking Research Designs) بهدف توليد تفسيرات جديدة تصبُّ في المسار الصحيح للكشف عن حقيقة الظواهر والعلاقات القائمة في ما بينها (Bower and Gilbert, 2005 : 410). وتأسيساً على ما جرى ذكره من توصيفٍ لماهية الفكرة التي قام عليها البحث، إنبرى التفكير إلى توظيف نظرية إعتمادية الموارد الداخلية بوصف الأخيرة عوامل موقفية تساعد على تجسير فجوة التعقيد المرافقة إلى تفسير العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة في سياقها الصحيح على وفق المنظور الأستراتيجي بما جسَّد التوجه الرئيس للبحث الحالي نحو التحقيق العلمي في إمكانية تحقيق هدف تعظيم قيمة المنشأة وثروة المساهمين فيها عبر تبني إستراتيجية التنويع مشفوعة بتوافر الموارد المالية عالية المرونة وكفاءة تخصيصها بين قطاعات أعمال متعددة تُهيئ للمنشأة فرصة كسب منافع المنافسة متعددة المجالات على ضوء الأدخارات الكفوية المتوقع تحقيقها من إقتصاديات النطاق أو الحجم أو كليهما.

ومن أجل تحقيق هذه الغاية المنشودة، جرى التوجه نحو دراسة العلاقة بين التنويع عبر عملية التطوير والتعلم الداخليين بوصفه خياراً إستراتيجياً يعكس إحدى التوجهات الأستراتيجية الرئيسية على المستوى الكلي الشامل للمنشأة وقيمتها بدلالة القيمة الأقتصادية المضافة مقترنة بالعلاقة التفاعلية بينهما في ظل مجموعة عوامل موقفية تتصل بتوافر الموارد المالية الداخلية وكفاءة تخصيصها بين قطاعات أعمال متعددة. ولعلَّ الشكل (١) يوضح توجه البحث وتركيزه في دراسة العلاقة بين متغيراته :

الشكل (١) توجه البحث وتركيزه



ثانياً: مشكلة البحث وتساؤلاته

تبلورت مشكلة البحث إنطلاقاً من فلسفته الوضعية القائمة على مبدأ الحقيقة الموضوعية، وإستفهاماً للفجوة المعرفية المشخصة في تفسير العلاقة بين إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة، وإستجابة لمتطلبات التحقيق العلمي في حقيقة تلك العلاقة التي كشفت عن ملاساتها مراجعة الأدبيات ذات الصلة على وفق إنسيابية التحليل والأستفسار العلميين اللذين تحدد مضمونهما بالنسق الآتي :

١. عرض المشكلة

يفترن نجاح منظمات الأعمال في أسواقها وتفوقها بأسباب تعود في حقيقتها الى مواصلة تحقيق هدفها الأستراتيجي الذي يجسده تعظيم قيمتها، لا بل تحقيق نمو مرتقب في عوائد الأستثمار بأسهمها وما ينشأ عنه من تعظيم لثروات المساهمين فيها. ويعتمد تحقيق ذلك الهدف على كفاءة أستراتيجيات المنشأة وفاعليتها، ومنها التنويع، إستجابة منها لضغوطات النمو والتوسع نتيجة نضوج الصناعة، ومن ثم ضرورة تقليل وطأة المنافسة عبر توزيعها على قطاعات أعمال أو صناعات متعددة خارج الصناعة الحالية للمنشأة. ولكن تبني التنويع بوصفه توجهاً إستراتيجياً رئيس، لا يخلو من كلفٍ تتحملها المنشأة على الرغم من المنافع المتوقع تحقيقها منه، والتي تبقى التساؤل قائماً حول ما إذا كانت تلك المنافع تفوق الكلف تحقيقاً لربحية التنويع، ومن ثم التأثير الأيجابي المحتمل في قيمة المنشأة؟، وما يرافق ذلك من تأثيرات إيجابية في قيمة المنشأة بعد أن خضعت لمزيد من الجدل والتناقض بين أوساط الباحثين على إختلاف توجهاتهم وخلفياتهم، أدى الى إستمرار الفجوة في حسم مسألة ما إذا كان التنويع يؤدي الى تعظيم قيمة المنشأة وكسب منافع التنويع أم تخفيضها لدرجة تدميرها وتحمل أعباء التنويع، وذلك جوهر مشكلة التنويع في سياقها العملي.

فالمختصون في الحقل الأستراتيجي، ينظرون الى تلك العلاقة من منظور متفائل تجسده بالدرجة الأساس نظرية إعتدالية الموارد الداخلية، فهي تعتمد في نظرتها المرتبطة بتفسير التأثير الإيجابي للتنويع في قيمة المنشأة على إمكانية تفوق منافع التنويع أزاء تراجع كلفه بسبب إقتصاديات النطاق، ومن ثم إمكانية الأستفادة من التكامل بين أعمال المنشأة وتعزيز قيمة فائض الموارد والقدرات على هيئة مخرجات يمكن إستعمالها كمدخلات لأعمال جديدة بكفاءة أعلى. وهذا يعني من جهة أخرى، أن المنافع المتوقعة من التنويع ليست مطلقة، فهي تتوقف على مدى توافر الموارد المناسبة التي تشغل المالية منها حيزاً مهماً لمرونتها العالية وإمكانية تسخيرها لأغراض الدخول الى قطاعات أعمال مترابطة وغير مترابطة، وتتوقف كذلك على كفاءة تخصيص تلك الموارد وتوزيعها بشكل كفوء بين مختلف القطاعات وحسب الحاجة الفعلية منها.

ولربما تتضح المعالم الأخرى لمشكلة البحث قدر تعلق الأمر بالجوانب المنهجية التي ترتبط أما بأسلوب القياس لكل من التنويع وقيمة المنشأة، أو الى إشكالية المقارنة بين شركات منوعة في قطاعات مختلفة وشركات مركزة على قطاع واحد دونما مراعاة لذلك، أو اعتماد التحليل على بيانات مقطعية دون محاولة اللجوء الى استعمال البيانات الطولية أو المزوجة على مستوى العلاقة بين المتغيرين خلال مدة كافية من الزمن تتجلى عبرها بؤادر التغيير، أو حتى إختلاف حجوم العينات المدروسة، ناهيك عن المقارنة بين شركات من قطاعات إقتصادية مختلفة لا تنتمي الى تيار المنافسة المباشرة نفسه وعدم السيطرة على إختلاف خصائص تلك الشركات في النتائج بصورة كاملة.

٢. تساؤلات البحث

يحتاج التعبير عن الملامح الأساسية للمشكلة المطروحة صياغة عدد من التساؤلات، لربما تبرز أهميتها في إطار نقل مشكلة البحث بأبعادها الى مسارات إجرائية توجه عملية البحث صوب إيجاد حل أو مجموعة حلول كفيلة بتذليل مشكلته بعد الأجابه عن التساؤلات الآتية :

أ. هل يصلح منظور إعتماضية الموارد الداخلية أساساً منطقياً سليماً في تفسير العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة؟

ب. هل تتجاوز منافع التنويع الكلف المرافقة له بما يؤدي الى تعظيم قيمة المنشأة؟ بمعنى، هل يُسَلِّم المنظور الإستراتيجي بصافي التأثير الإيجابي للموارد الداخلية أزاء كلف التنويع المحتملة في قيمة المنشأة؟

ت. هل يقود التنويع المترابط الى تعظيم قيمة المنشأة؟ أم التنويع غير المترابط؟ بمعنى هل يُسهم تحقيق منافع إقتصادية النطاق في تعزيز قيمة المنشأة؟ أم منافع إقتصاديات الحجم؟ وأيها أرجح على الآخر في ذلك؟

ث. هل تساعد إستراتيجية التنويع على كسب منافع المنافسة متعددة المجالات عبر الدخول الى صناعات جديدة ضمن قطاعات الأعمال الحالية أو ضمن قطاعات أعمال أخرى غير الحالية منها؟

ثالثاً: مسوغات مبررات البحث وأهدافه

يُمثل تعظيم قيمة المنشأة هدفاً معاصراً يبرز من بين أهدافها الأخرى التي تنشدها منذ النشأة والتكوين، فتحقيق هذا الهدف هو تجسيد لرغبة المساهم في تعظيم المنفعة المتأتية من توظيف موارده المحدودة في موجودات المنشأة، الأمر الذي يدعو الأخيرة الى رفع مستوى كفاءة تخصيص مواردها، لربما يُسهم توزيعها بين قطاعات أعمال متعددة في تحقيق ذلك المنال، وما يترتب عليه من تعظيم مرتقب لثروة المساهمين وتحقيق مآربهم من الأقبال الى تمويل منشآت الأعمال ومواصلة تعزيز رؤوس أموالها.

وذلك يشير في جوهره الى أن سر نجاح الكثير من منظمات الأعمال تقطن خلفه قيمة المنشأة التي يقترن تعظيمها هدفاً تنشده بكفاءة أداء نشاطاتها، ومنها التنويع، وفعاليتها في تحقيق الأهداف المرجوة منها. وهذا يعني، أن دراسة العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة، تعد ضرورة لا يصح إغفالها وتركها دون تحديد وتشخيص. فالتنويع، على إختلافه أشكاله وإتجاهاته، أصبح ظاهرة شائعة بين منظمات الأعمال زادت من تعقيداتها وفرضت عليها ضرورة مجابهة تهديدات متعددة في بيئات مختلفة ومتشعبة.

ولعل قدرة منشآت الأعمال متعددة القطاعات (Multi-Business Firms) على تعظيم قيمتها بين أوساط المستثمرين فيها من المساهمين الحاليين والمرتبين منهم على حدٍ سواء، إنما يأتي بمثابة معيار ناجح للثبث من كفاءة إستراتيجية التنويع التي تتبناها تلك المنشآت وفعاليتها قبل الحكم على نجاح الأخيرة هي بذاتها.

وقد كان الجدل والخلاف بين أوساط الباحثين وعدم الاتفاق على طبيعة العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة، في ما يخص وجودها وقوتها وإتجاهها، مسوغاً آخر لهذه الدراسة بعدما آلت إليه الجهود المعرفية السابقة من نتائج متفاوتة إتجه قسم منها نحو تفضيل التنويع على التركيز في إضافة قيمة للمنشأة وبالعكس، بينما ذهب البعض الآخر منها الى أرجحية التنويع المترابط على التنويع غير المترابط في ذلك أو بالعكس.

إختبار الدور التفاعلي للموارد المالية في العلاقة بين

إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة

- وبناءً على تلك المعطيات جميعها بوصفها مسوغات منطقية للبحث في إطار أهميته الاستثنائية المنوه عنها ضمناً، تحددت الأهداف الأساسية المتوخاة منه بالآتي :
1. الاسهام في تقديم إطار فكري وآخر عملي يقومان على أساس روابط منطقية تجمع بين إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة على وفق تفسيرات جديدة لظاهرة التنويع وتأثيراتها المحتملة في قيمة المنشأة بعد توظيف المنظور المستند الى الموارد في ذلك.
 2. تقصي إستراتيجيات التنويع لدى كبريات الشركات العالمية المدرجة في مؤشر (Fortune 500) ومدى اسهامها في تحقيق هدف تعظيم قيمة كل منها، ومعرفة ما إذا كان خيار التنويع يولد قيمة لتلك الشركات أم يدمرها، ناهيك عن تشخيص العوامل المساعدة على ذلك في كلا الاتجاهين.
 3. التحقق العلمي الذي يعتمد أدلة إثبات تجريبية في أرجحية التنويع المترابط على نظيره غير المترابط، وبالعكس، بشأن إضفاء القيمة الاقتصادية المضافة للمنشأة من تبني خيار التنويع على وفق ظروف ونظريات إعتدادية الموارد الداخلية.
 4. المساهمة في بناء نموذج معرفي جديد للأعمال يستند في مضمونه الى العلاقة الصحيحة بين التنويع وقيمة المنشأة وثروة المستثمرين فيها بعد تحويط مخاطرة إستثماراتهم بخيار تنويع الصناعات أو الأسواق عوضاً عنهم وكسب منافع المنافسة متعددة المجالات.

مراجعة الأدبيات

خضعت العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة الى دراسات كثيرة تناولها الباحثون من زوايا متعددة، يمكن تبويبها إجمالاً ضمن إتجاهين رئيسين، جسّد المنظور الإستراتيجي أحدهما يقابله في الإتجاه الآخر نظيره المالي، وأكثر نظرية جرى توظيفها في تفسير العلاقة بين المتغيرين بالنسبة للمنظور الإستراتيجي، هي نظرية إعتدادية الموارد الداخلية أو المنظور المستند الى الموارد. وعلى هذا الأساس، توزعت مراجعات الأدبيات بين تتبع أساسيات العلاقة بين إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة، ثم تشخيص طبيعة تلك العلاقة من منظور إعتدادية الموارد الداخلية بأطار الدور التفاعلي للأخيرة في تحديد إتجاه العلاقة بين المتغيرين وقوتها، وعلى وفق الفرض السائد في هذا الخصوص.

أولاً: التنويع وقيمة المنشأة : أساسيات العلاقة

يُعدّ التنويع واحداً من التوجهات الاستراتيجية الأساسية لمنظمات الأعمال القائمة على أساس تقديم منتجات أو خدمات جديدة عبر الدخول الى أسواق جديدة ترتبط بالحالية القائمة منها وتشترك معها في موانع إستراتيجية محددة ضمن أعمال معينة (تكنولوجية أو تسويقية أو الأثنين معاً في آن واحد مثلاً)، أو عبر الدخول الى أسواق جديدة غير مترابطة لا تشترك مع نشاطاتها في الأسواق الحالية بالموانع الاستراتيجية المذكورة. وعلى هذا الأساس، تتحدد الأشكال الأساسية لهذه الاستراتيجية، بالتنويع المترابط والتنويع غير المترابط (الغالبى وأدريس، ٢٠٠٩ : ٤١٠-٤١١).

وتتفاوت الرغبة في تبني خيار التنويع من عدمه باختلاف تفضيلات أصحاب المصالح أنفسهم، مختلفة جدارته تبعاً لذلك كاستراتيجية شاملة على مستوى المنشأة، كل حسب وجهة نظره في جدوى الدخول الى أعمال أو صناعات جديدة. فلمديرون، المساهمون، الداننون على سبيل المثال، لهم آرائهم وتوجهاتهم الخاصة بشأن التنويع ومدى مساهمته في توليد قيمة للمنشأة وتعظيمها. فعادة ما يُفضّل المديرون إستراتيجية التنويع لانها وسيلة لتقليل مخاطرة المنشأة وما يرافقها من تقلبات محتملة في تدفقاتها النقدية المستقبلية التي لربما تؤثر سلباً في قيمة مردوداتهم ومكافئاتهم المستقبلية. وقد يرغب الداننون في تنويع المنشأة لاستثماراتها لتقليل إحتمالية إنهماكها في تقلبات أكبر لتدفقاتها النقدية الى الحد الذي لربما لا تستطيع بعده من تسديد إلتزاماتها تجاه الداننين في مواعيد إستحقاقها أولاً بأول أو لربما الأخفاق في تسديدها أصلاً. أما المساهمون الذين بحوزتهم محافظ متنوعه من الأسهم العادية، قد لا يرغبون في قيام المنشأة بالتنويع عندما يستطيعون هم بأنفسهم القيام بذلك عبر محافظ إستثماراتهم الفردية وبكلفة أقل. وبصرف النظر عن تباين وجهات النظر، يبقى التساؤل مطروحاً حول إمكانية تحقيق تداويات إستراتيجية من التنويع تتخذ شكل منافع يفسرها في النهاية تحقيق هدف تعظيم قيمة المنشأة.

(Martin and Sayrak, 2003 : 39).



ويفهم من ذلك، أن الأسباب الأساسية الكامنة وراء تنفيذ خيار التنويع تتجسد في تنويع المخاطر المالية المرافقة لتقلب عوائد الاستثمار، والشخصية المرافقة لحماية المدراء لمواقعهم الوظيفية داخل المنظمات العاملين فيها وكسب المزيد من المنافع الذاتية، علاوة على زيادة التدفقات النقدية الداخلة ومن ثم معدل النمو الأجمالي على مستوى المنظمة ووحدات أعمالها المتعددة (الغالبى وأدریس، ٢٠٠٩: ٤١١).

أما بخصوص قيمة المنشأة، فالمقصود منها تحديداً في هذا الإطار، القيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المستقبلية المتوقعة التي تعكس قيمتها الاقتصادية أو الحقيقية في أنظار المستثمرين بعد خصمها بمعدل خصم مناسب يمثل معدل العائد المطلوب من قبل هؤلاء المستثمرين على الاستثمار في أسهم المنشأة (Kruschwitz and Loffler, 2006; Thomas and Gup, 2010). وتعدّ قيمة المنشأة المقياس النهائي لنجاح إستراتيجيات المنشأة بما فيها التنويع (Thompson et al, 2007 : 269)، لا سيما أنها تمثل الهدف الإستراتيجي الشامل للمنشأة بما يحمله من معانٍ تتصل بتعظيم ثروة المساهمين فيها (Holler, 2009: 16).

وقد شغلت العلاقة بين إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة حيزاً واسعاً من بين العلاقات التي خضعت الى المزيد من الدراسة والتحليل، والتي لم تزل موضع جدلٍ وخلافٍ وعدم اتفاق (Burgers et al, 2009; Palich et al, 2000)، أثبتته نتائج العديد من الدراسات التي لم يحصل فيها إجماع حول التأثيرات الإيجابية المحتملة للتنويع في قيمة المنشأة على الرغم من مساهمة هذه الإستراتيجية في نمو المنشآت. وهذا أدى بدوره الى استمرار الجدل بين أوساط الباحثين والمعنيين بالتركيز على تعارض آراء المالكين والمدراء حول كفاءة تخصيص الموارد بين أعمال متعددة ومن ثمّ فاعلية إستراتيجية التنويع ودورها في تحقيق الربحية المنشودة وخلق قيمة للمنشأة في أنظار الأطراف المتعاملة معها من أصحاب المصالح خاصة حملة الأسهم العادية بوصفهم المالكين الشرعيين للمنشأة وموجوداتها (Cantwell et al, 2004:6; Galvan & Pindado, 2007:1; Kahloul & Hallara, 2010: 150).

وتزداد أهمية التنويع والانتقال الى صناعات جديدة عندما تتلاشى الفرص السوقية المتاحة أمام المنشأة وتبدأ مستويات المبيعات تسير على وتيرة واحدة تفتقر الى النمو، إن لم تتحدر الى مستويات أدنى، تدفع المنشأة نحو ضرورة دراسة إمكانية الولوج الى أعمال جديدة خصوصاً بعد أن تتكامل مع الحالات الأربع الآتي ذكرها وتجعل من المنشأة مرشحاً قوياً للتنويع الهادف الى تحقيق التداؤب المطلوب بدلالة الربحية وتعظيم قيمة المنشأة وثروة المساهمين فيها (Thompson et al, 2007 : 260) :

١. عندما يجري اكتشاف فرص للتوسع الى صناعات جديدة تكمل تكنولوجياتها ومنتجاتها أعمال المنشأة في صناعاتها الحالية.

٢. إمكانية رفع مستوى الانتفاع من الموارد والمقدرات الحالية للمنشأة عبر التوسع الى أعمال جديدة تشكل فيها قوة تلك الموارد ذاتها عوامل نجاح حرجة وموجودات تنافسية عالية القيمة.

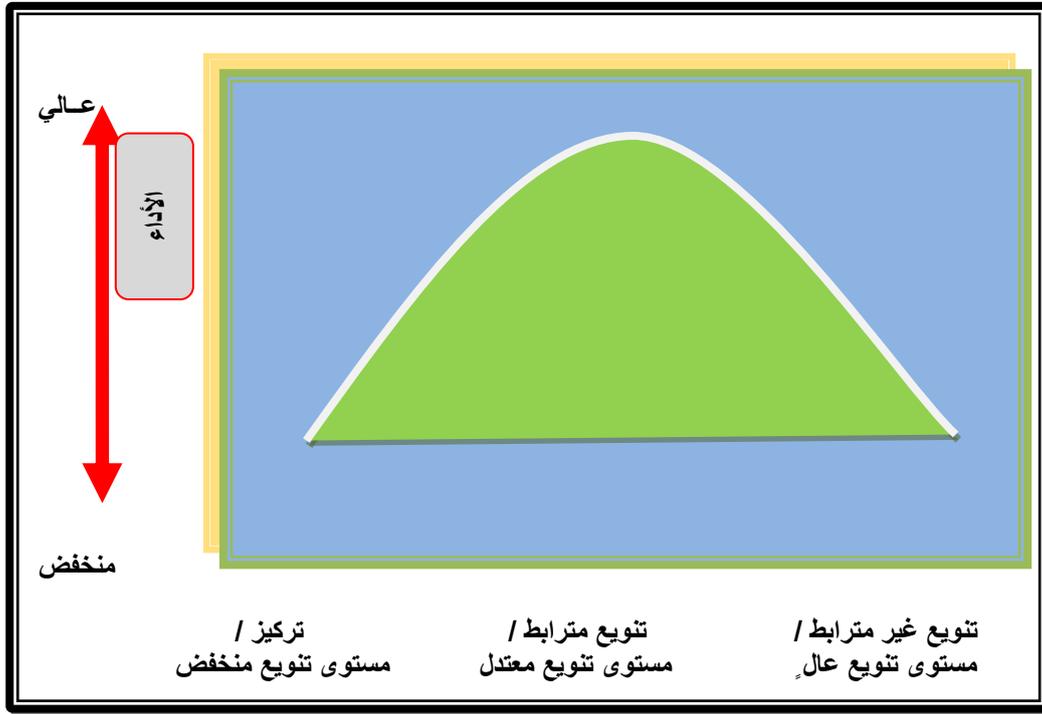
٣. حالما يعمل التنويع بمنتجات أو أعمال مترابطة على فتح آفاق جديدة لتخفيض الكلف.

٤. قوة العلامة التجارية للمنشأة بعد معرفة السوق بها والقدرة على نقل تلك العلامة الى أعمال أخرى ومن ثم استعمالها كعامل مساعد على رفع مستوى المبيعات والأرباح المتحققة لكل عمل من أعمال المنشأة.

وما يستوجب التنويه عنه في هذا السياق، هو النتائج التي توصلت إليها عدد من الدراسات السابقة عن اسهام مستويات التنويع المعتدلة التي تختص بها إستراتيجية التنويع المترابط في رفع مستويات الأداء المتوقع الى حدود أعلى مقارنة بمستويات التنويع المنخفضة التي تعكس في جوهرها تبني إستراتيجية التركيز ومستويات التنويع العالية التي تعكس تبني إستراتيجية التنويع غير المترابط، ومن ثمّ إتخاذ العلاقة الدالية بين التنويع وأداء المنشأة شكل مقلوب الحرف (U) لتعبّر عن وجود حد أمثل من التنويع يبدأ بعده أداء المنشأة بالتراجع والانخفاض كلما زاد مستوى التنويع الى مستويات أعلى (Palich et al, 2000 : 155 ; Pandya and Rao, 1998: 67) كما هو وارد في الشكل (2):

إختبار الدور التفاعلي للموارد المالية في العلاقة بين إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة

الشكل (٢) العلاقة بين التنويع والأداء



Source: Whittington, (2009). Fundamentals of Strategy, UK: Pearson Education Limited, p. 87.

ثانياً: الموارد المالية وإستراتيجية التنويع

اتجه عدد من الباحثين، من ذوي الخلفيات المتنوعة، في ثمانينات وتسعينات القرن الماضي بأعداد مجموعة بحوث في مجال سياسات الأعمال ركزت على تبيان دور عدم تجانس موارد المنشأة في تحقيق المردودات الاقتصادية وتوفير فرص التنويع. فقد درس هؤلاء الباحثون إستراتيجية المنشأة من منظور اقتصادي، هيئ لولادة فكرة توظيف الموارد الداخلية للمنشأة في تحقيق المزايا التنافسية التي اقتصت بها أدبيات الإدارة الإستراتيجية بعد الدراسة الرائدة التي أسهم من خلالها (Wernerfelt, 1984: 171) في ولادة المنظور المستند إلى الموارد الذي حول التركيز بموجبه من المنتجات إلى الموارد انسجاماً مع طروحات (Penrose, 1959) في هذا السياق، إذ بعد تحديد موارد المنشأة ضمن محفظة مواردها المتاحة، يمكن تشخيص النشاطات الملائمة لمنتجات المنشأة وأسواقها.

وقد طرحت الكثير من التعريفات في حينها مستهدفة تحديد ماهية الموارد، برز من بينها تعريف (Barney 1991) بعد أن عبّر عنها بما تمتلكه المنشأة من موجودات ومقدرات وعمليات تنظيمية، فضلاً عن خصائص المنشأة وحجم المعلومات والمعرفة المتاحة لديها ودورها في تمكين منظمات الأعمال من تنفيذ إستراتيجياتها التي تصب في تحسين أسباب النجاح من كفاءة وفاعلية، (Bernardo & Chowdhry, 2002: 211-212; Raduan, Jegak, Haslinda & Alimin, 2009: 405 Seoudi, 2009: 71-72) وقد تمثلت الافتراضات الأساسية للنظرية في كل من الرشد المحدود، وسعي المنشآت إلى تعظيم الأرباح، والتوزيع غير المتجانس للموارد بين المنشآت، وعدم قابلية تحريك تلك الموارد ونقلها في ما بين تلك المنشآت بسبب افتقار السوق إلى الكفاءة المطلوبة (Nothnagel, 2008: 21).



وتستهدف منظمات الأعمال من تبني خيار التنويع والدخول الى الصناعات والأسواق الجديدة تحقيق مآرب عدة تحركها حتمية الموازنة بين الضغوطات الخارجية التي تفرضها الأسواق المالية والمستثمرون فيها نحو ضرورة استثمار فوائض الأموال وتحقيق عوائد مجزية تُبرر نمو المنشآت وتدفع نحو زيادة مستوى التنويع الى المدى الذي تبلغ فيه قيمة المنشأة وثروة المساهمين فيها ذروتها، وبين مكامن قوتها الداخلية المرتبطة بتوافر الموارد والمقدرات الجوهرية الاستثنائية عالية القيمة الى جانب ضغوطات الإدارة نحو بلوغ غاياتها ومنافعها الشخصية من التنويع (Barney & Hesterly, 2010:193). كما تتجه العديد من المنشآت صوب إقتناص فرص النمو وإعتامها عبر تنفيذ خيار التنويع بعد أن تستنفذ كامل فرص النمو في أسواقها الحالية التي تعمل فيها (David, 2011:176).

وتمثل التدفقات النقدية الفائضة (Free Cash Flows) موارد مالية تُستعمل في تنويع نشاطات المنشأة لمرونتها العالية وإمكانية إستعمالها في كلا إتجاهي التنويع، المترابط وغير المترابط. ومن المتوقع أن تحقق الموارد الملموسة، ومنها الموارد المالية، علاقات مشتركة أو إعتماضية متبادلة في إستعمال الموارد على مستوى نشاطات الإنتاج والتسويق أسوة بالتكنولوجيا والأمداد، لتعكس بذلك عملية تقاسم نشاطات المنشأة لمواردها. وكلما زادت مرونة الموارد، زادت احتمالية توظيفها في التنويع غير المترابط. وبالعكس، كلما انخفضت مرونة الموارد، استعملت في التنويع المترابط. لذلك عادة ما تستعمل الموارد المرنة تتقدمها التدفقات النقدية الفائضة في زيادة مستويات التنويع الى حد الدخول في نشاطات وقطاعات أعمال مختلفة غير مترابطة (Hitt et al , 2001 :260-261).

ويعتمد المنظور المستند الى الموارد على افتراضين أساسيين هما (العنزي وراضي، ٢٠١١ : ٨٤-٨٥):

١. المنظمة هي مجموعة قدرات وموارد فريدة من نوعها تختص بها دون بقية المنظمات، وتشكل الدعامة الأساسية لاستراتيجياتها، والمصدر الرئيس لعوائدها وميزتها التنافسية.
٢. صعوبة نقل الموارد بشكل تام ومُحكّم بين المنظمات، الأمر الذي يجعل من اختلافها وعدم تجانسها على مستوى تلك المنظمات أساساً لميزتها التنافسية.

وتقتضي الضرورة في مستهل هذا الطرح، الإشارة الى أن قدرة موارد المنشأة على تحقيق الميزة التنافسية المستدامة، إنما تتوقف على مدى الاستقرار التنافسي في بيئتها على ضوء مدخلاتها وعملياتها، إضافة الى طبيعة المنافسة وقواعدها في الصناعة التي تعمل فيها المنشأة. كما أن محدودية موارد المنشأة وقدراتها وسرعة بنائها، ستجعل منها في دوامة مواجهة تحدي المبادلة (Trade-Off Challenge) عند تقرير آلية تخصيص مواردها (Bowen & Wiersema, 2005: 1157). وهو ما يُدلل على أن حماية المنشأة لذاتها من احتمالية فقدان القيمة، تلزمها الحجة بحيث لا مناص لها من حتمية المبادلة بين منافع الموارد اللازمة للتنويع وكلفه في اتجاه سعيها صوب تحقيق ذلك الهدف (Hitt et al , 2001:256; Lyandres, 2007: 1901).

ثالثاً: التنويع وفرضية تعظيم قيمة المنشأة

يتجسد المبدأ الأساس في التنويع بتقاسم المهارات والمقدرات الجوهرية بين أعمال متعددة اتجاه دعم سلسلة القيمة وبناء ميزة تنافسية تُفسرها قيمة المنشأة وثروة المساهمين فيها. وهذا يعني، أن التحليل والخيار الاستراتيجيين لمدراء المنشآت المنوعة متعددة الأعمال، إنما يضمّ في ثناياه تحديد ما إذا كانت محافظ تلك الأعمال تُحقق التداؤبات التي تستهدفها وآلية الاستجابة لها والاختيار بين الخيارات المستقبلية للتنويع أو التخلي عنه (Pearce, 2003: 212).

وتتجه منظمات الأعمال نحو تنفيذ هذه الاستراتيجية سعياً وراء خلق القيمة المرجوة لها وتحقيق التداؤبات المطلوبة التي تُفسرها الزيادة التي يحدثها تنويع المنتجات في قيمة المنشأة وما تحقّقه من منافع تقود الى تعظيم ثروة المساهم مقارنة بقيمة نظيراتها المُركزة، خاصة عندما تكون بحوزة تلك المنظمات موارد إضافية وقدرات ومقدرات جوهرية ذات استعمالات متعددة تُمكنها من تنفيذ إستراتيجية الأعمال المتعددة على مستوى صناعات مختلفة أو أسواق متعددة تتنافس فيها كبريات الشركات المنوعة ضمن حلقة المنافسة متعددة الأبعاد (Hitt et al , 2001 : 232).

يرى منظور الموارد الداخلية أن القيمة تقطن داخل المنشأة، إذ يمكن تبرير الفروقات الكامنة بين المنشآت في ما يتعلق بربحيتها في الموارد الداخلية للمنشأة ذاتها على اعتبار أن نقاط القوة الخاصة بالمنشأة هي المصدر الحقيقي للميزة التنافسية المستدامة من خلال تزايد الكفاءة والفاعلية. ويتطلب فهم المركز التنافسي للمنشأة تقويم الموارد الداخلية، بما فيها الموارد المالية، المطلوبة لمقابلة ظروف بيئة السوق الخارجية وتحويلها الى عوامل قوة ترفع مستوى أداء المنشأة أزاء منافسيها. وطبقاً لهذا المنظور، فإن لكل منشأة موارد وقدراتها المميزة الخاصة بها، إضافة الى قدرتها على إستغلال تلك الموارد النادرة والقدرات الفريدة من نوعها والتي تعتبر المحدد الأساس لعملية خلق القيمة بعد أن تعمل على توليد تدفقات نقدية من الأرباح تفوق كلفة تمويلها

وينبغي أن تكون الموارد المالية خاصة بالمنشأة وحدها، فهي موارد يمكن إستغلالها في التنويع بين صناعات مترابطة وغير مترابطة. و

طبقاً لهذا المنظور، تحتاج الموارد الى إستعمالها في منتجات أخرى غير التي خُصصت لها مسبقاً لتوفير فرصة التنويع وتحقيق التداؤبات المطلوبة. وقد أثبتت العديد من الدراسات التجريبية (e.g., Campa and Kedia, 2002 ; Miller, 2006) إيجابية العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة عندما يتوافر لدى الأخيرة فائض موارد ومقدرات جوهرية يصعب محاكاتها أو تقليدها من قبل المنافسين تستمر لمدة من الزمن ليست قصيرة وبالشكل الذي يؤدي الى كسب المنشأة والمساهمين فيها المنافع المرتقبة التي تجسدها علاوة التنويع. أما الدراسات الأخرى في هذا المجال، فلم تتوصل الى هذه النتائج وحدها، بل أشارت البعض منها (e.g., Maksimovic and Phillips, 2002; Villalonga, 2004) الى أنه حتى مع ظهور تأثير سلبي معاكس للتنويع في قيمة المنشأة وبروز ما يُعرف بخضم التنويع على الطرف النقيض من علاوته، فإن هذا الانخفاض في سعر تداول أسهم المنشأة المنوعة قياساً بالمنشآت المركزة أو مقارنة مع المتوسط الصناعي لا يتجاوز حدود عالية، بمعنى ليس له أهمية تُذكر، علاوة على احتمال أن السبب في خضم القيمة لا يعود الى التنويع بحد ذاته، بل يمكن أن يؤول الى أسباب أخرى تخص المنشأة أو الصناعة التي تعمل فيها حتى قبل إتخاذ قرار التنويع ناهيك عن أخطاء المعاينة والقياس والأختبار وأختلاف الآفاق الزمنية لتلك الدراسات. وعادة ما يُخصص رأس المال ويُوزع بصورة كفوءة في أسواق رأس المال ضمن إطار أوسع يضم ما يعرف باقتصاد السوق الداخلي على مستوى أعمال المنشآت التي تتبنى خيار التنويع واقتصاد السوق الخارجي على مستوى السوق المالية. وينبغي توزيع رأس المال بصورة كفوءة تتفق مع رغبة المستثمرين في شراء أسهم المنشآت التي تتمتع بارتفاع القيمة المستقبلية المتوقعة لتدفقاتها النقدية. وتعمل الإدارة العليا في المنشآت المنوعة كبيرة الحجم على توزيع رؤوس أموالها المقترضة والممتلكة على حد سواء بين مختلف نشاطاتها وأعمالها بهدف خلق القيمة المرجوة لكل منها وعلى مستوى المنشأة ككل. ولربما يوفر هذا المدخل في التخصيص مكاسب عديدة مقارنة بسوق رأس المال الخارجي. فوجود سوق رأس مال داخلي كفوء يجري فيه تمويل مشروعات الأنفاق الأستثمري على مستوى وحدات الأعمال عبر تخصيصات الإدارة العليا للمنشأة وما ترصده من أموال لكل منها وليس عن طريق سوق رأس المال الخارجي، يمنح المدراء فرصة الحصول على الأموال اللازمة من مصادر داخلية وعدم مواجهة المصاعب المحتملة التي ترافق الحصول على الأموال من مصادرها الخارجية عالية الكلفة والتي قد يتعذر الحصول عليها لحظة الحاجة إليها لأسباب عديدة لربما تعود الى عدم تماثل المعلومات أو خصائص الموجودات التي تحتاجها أو حتى إختلاف كلف التعاملات وما يترتب على كل ذلك من إنخفاض في كلف التمويل اللازم للأنفاق على مشروعات الأستثمار المزمع تنفيذها أو تلك التي هي في قيد التنفيذ أصلاً (Denis et al , 1997; Klier , 2009).

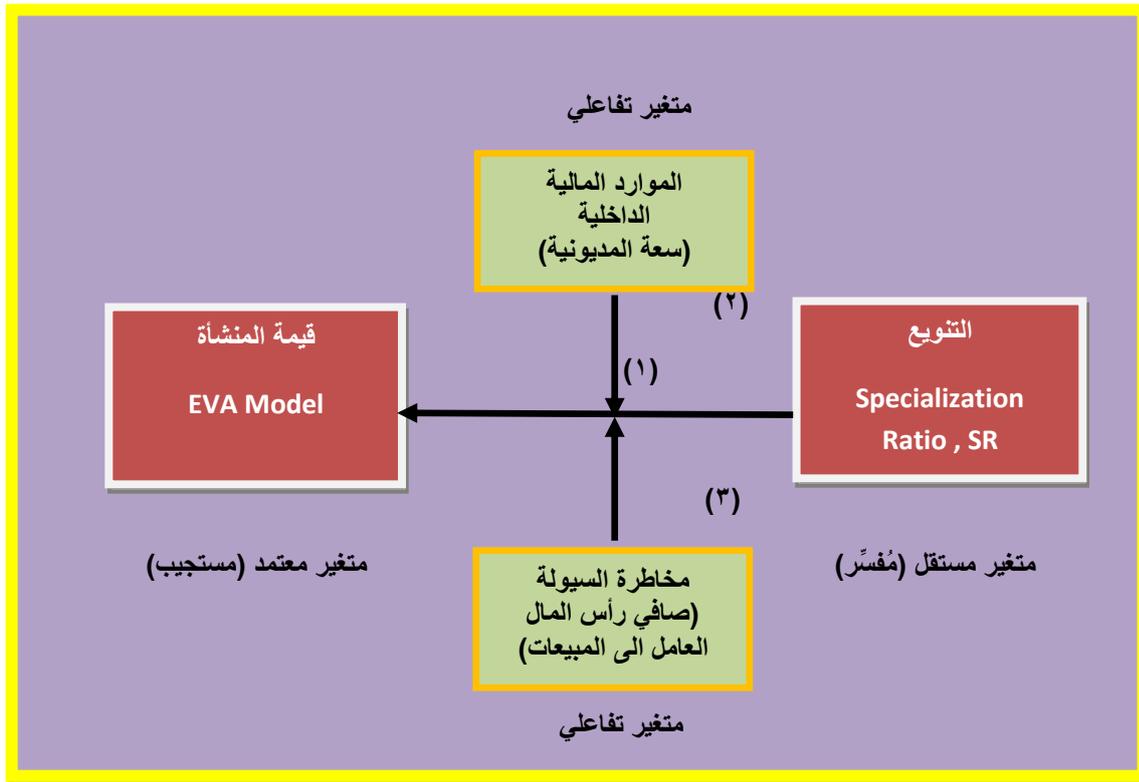
ولعل ذلك يعكس في حقيقته تميز المنشآت المنوعة بمرونة أعلى في الحصول على رأس المال المطلوب بسبب قدرتها على جمع الأموال المطلوبة من مصادر داخلية وخارجية في آن واحد، أي أن لهذا النوع من المنشآت القدرة على جذب مصادر التمويل الخارجية لأغراض التوسع تزامناً مع القدرة على نقل رأس المال والموارد المهمة الأخرى بين أعمالها ومنتجاتها المختلفة التي تشتمل عليها محافظ إستثماراتها. وهذا ما ينم عن إمكانية تحقيق كفاءة أعلى وكلفة أقل في تخصيص الأموال مقارنة مع المنشآت المركزة على قطاع واحد فقط، ومن ثم توجيه تلك الموارد الى الأعمال ذات الربحية الأعلى والنمو الأوسع وما يتوقع أن يفوق إليه ذلك من مساهمة في تحقيق قيمة أعلى للمنشأة (Palich et al, 2000).

استراتيجية التنويع وقيمة المنشأة

النموذج الفرضي وصياغة الفرضيات

يوضح الشكل (٣) النموذج الفرضي المقترح للدراسة بعد أن تبلورت فكرته طبقاً لما آلت إليه مراجعة الأدبيات وتكاملت عبره ضرورة الأفصاح عن طبيعة العلاقات الرابطة بين متغيراته. وبغية التمهيد الى صياغة فرضيات قابلة للاختبار التجريبي من شأنها إبداء تفسيرات أولية لمشكلة البحث يتوقع لها المساهمة في كشف حقيقة ظاهرة التنويع وعلاقتها بقيمة المنشأة ضمن محيطها الموقفي، بُني النموذج الفرضي على وفق منطق نماذج المتغيرات التفاعلية المُعدّلة للعلاقة بين بُنيتي البحث الأساسيتين، التنويع وقيمة المنشأة، ووجه نحو محاولة الأجابة عن تساؤلات البحث بما فيها تساؤله الرئيس. ويوضح الشكل (3) إنسيابية تأثير المتغير المستقل (التنويع) في المتغير التابع (قيمة المنشأة) بصورته المباشرة والتفاعلية مع الموارد المالية للمنشأة من مصادرها الداخلية وكفاءة تخصيصها:

الشكل (3) النموذج الفرضي المقترح



إنّ الدافع من التنويع طبقاً لمنظور نظرية إعتمادية الموارد الداخلية (RBT) يكمن في تعظيم المنفعة من إستغلال الموارد المتاحة للمنشأة عبر كفاءة تخصيصها بين قطاعات أعمال متعددة، (Wan et al, 2011). وتتمكن المنشأة التي تتوافر لديها موارد مالية من الدخول الى مختلف الأسواق والتوجه نحو خيارات كلا الشكلين من التنويع المترابط وغير المترابط، نظراً للمرونة العالية التي يتمتع بها هذا النوع من الموارد في ظل إمكانية نقلها وتحويلها بين مختلف القطاعات (Chatterjee and Wernerfelt, 1991 : 34).

وإنسجاماً مع هذه العلاقات المشار إليها في الشكل (٣)، تحدد منطوق الفرضيات الثلاث للدراسة الحالية بالنسق الآتي :

الفرضية الأولى : يتصف التنويع بعلاقة مباشرة ومعنوية إحصائية مع قيمة المنشأة.
الفرضية الثانية : تُعدّل الموارد المالية الداخلية العلاقة المباشرة بين التنويع وقيمة المنشأة بدلالة معنوية إحصائية.

الفرضية الثالثة : يُعدّل توافر السيولة العلاقة المباشرة بين التنويع وقيمة المنشأة بدلالة معنوية إحصائية.

منهجية البحث

إختبار الدور النفعالي للموارد المالية في العلاقة بين

تعكس منهجية البحث آلية محددة **إستراتيجية تنوع** **التي تتجه نحو التنمية المستدامة** للمشكلة الى صيغة عملية للبحث يمكن معها تحديد ملامح تصميمه التجريبي (Jonker and Pennink,2010:17). وعادة ما تجتمع منهجية البحث على مجموعة عناصر تتصل بعينة البحث وأسلوب جمع البيانات اللازمة للتحليل وطريقة معالجتها على وفق الأفق الزمني لتلك البيانات، فضلاً عن تبيان المقاييس المعتمدة في التعبير عن متغيرات البحث. وبناءً على ذلك، قُسم هذا الجانب من البحث الى ثلاث فقرات رئيسة تناولت مجتمع البحث وعينته، والبيانات وإدارتها على ضوء الأفاق الزمنية المحددة لها، ومن ثمّ عرض المقاييس المستعملة في قياس متغيرات البحث سواء الرئيسية منها، أو متغيراته التفاعلية، أو الأخرى المرتبطة بالضبط الأحصائي لنماذج الأختبار.

أولاً: مجتمع البحث وعينته

تحدد مجتمع الدراسة الحالية بكبريات الشركات الأمريكية المدرجة في مؤشر (Fortune500)، وذلك لأسباب تتعلق بالآتي ذكره :

١. يشتمل هذا المؤشر على (٥٠٠) خمسمائة شركة من كبريات الشركات العالمية الأمريكية وأكثرها نجاحاً في تحقيق هدف تعظيم ثروة المساهمين فيها، لا سيما أنها أثري الشركات الأمريكية خلال مدة الدراسة تقريباً.

٢. أخضع عدد غير قليل من الباحثين في دراساتهم السابقة على المستوى العالمي عينات من المجتمع ذاته أو من مجتمعات أخرى قريبة في خصائصها منه، الى الدراسة والبحث، ومثالها الشركات المدرجة ضمن مؤشر (Standard and Poor's)، أو الشركات المدرجة ضمن ملفات قاعدة البيانات (Compustat Database Files)، أو الأسواق المالية الأمريكية (NYSE & AMEX) نظراً لتداول أسهم القسم الأعظم من الشركات المنوعة فيها، إن لم تكن جميعها من جهة، وللكفاءة العالية التي تتمتع فيها هذه الأسواق المالية في تخصيص الموارد والثروات من جهة أخرى. ولعل ذلك يسهم، الى حدود معينة، في إمكانية مقارنة نتائج الأختبار على مستوى الدراسة الحالية مع نتائج الدراسات السابقة.

٣. وهناك مجموعة إعتبرات أخرى، إجرائية بطبيعتها، وراء إختيار مجتمع البحث، تجسدت بالآتي:
أ. تتطلب الدراسات التي تكون فيها وحدة التحليل على مستوى المنشأة الى عدد كبير من الشركات يمكن معها إختيار عينة مناسبة تخضع لأجراءات إختبار الفرضيات بأسلوب علمي يكفل تحقيق دقة أعلى في النتائج.

ب. يلعب تجانس خصائص المجتمع (مؤشر Fortune500) دوراً كبيراً في إختصار الجهد والوقت والكلف المرافقة لعملية دراسة المجتمع بكامل مفرداته، فهو يضمن فرصة تمثيل المجتمع بوحدات معاينة أقل بالدقة والتأثير المطلوبين للنتائج في مسار الأجابة عن تساؤلات البحث سعياً وراء تحقيق الأهداف الأساسية المتوخاة منه.

ت. إمكانية الوصول الى كامل البيانات اللازمة للتحليل بالنسبة للشركات المنوعة التي جرى إختيارها عينة للبحث من بين الشركات المدرجة ضمن مؤشر (Fortune500) ، بما في ذلك بياناتها القطاعية التي لا غنى عنها في قياس التنوع ومستواه ومن ثمّ إتجاهه ما إذا كان مترابطاً أم غير مترابط.

ث. يحتاج تطبيق العديد من النماذج الرياضية المستعملة في قياس المتغيرات، ومثالها نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المستعمل في حساب معدل خصم التدفقات النقدية بالأفتراضات التي قام عليها، الى سوق مالية كفوءة، تعكس كفاءة تسعير الأسهم المتداولة فيها. وتعدّ سوق نيويورك للأوراق المالية من أكثر أسواق العالم كفاءة (Van Horne and Wachowicz,2009:115)، وهو السوق الذي يجري فيه تداول أسهم الشركات عينة الدراسة.

وتعتمد إمكانية تعميم نتائج البحث على دقة تمثيل عينته المختارة للمجتمع الذي سحبت منه. وطالما أنّ وحدة المعاينة في الدراسة الحالية تقتصر على الشركات المنوعة بمفردها، في حين يضم مجتمع البحث شركات أخرى غير منوعة، تعذر إستعمال أسلوب المعاينة الاحتمالية التي تمنح فرصة لكل شركة من شركات المجتمع في الظهور ضمن عينته، الأمر الذي دعى الى إختيار مفردات عينة الدراسة طبقاً لأسلوب المعاينة غير الاحتمالية.

إختبار الدور النفاعلي للموارد المالية في العلاقة بين

إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة

أما بخصوص أساليب المعاينة، فقد تحددت بأسلوب (المعاينة الهادفة) الى تمثيل خصائص المجتمع وإمكانية المقارنة عبر إستراتيجية المعاينة المتجانسة بالتركيز على الشركات المنوعة وحدها دون المركزة، وأسلوب (المعاينة على أساس الحالات الخاصة) من خلال توظيف إستراتيجية المعاينة المعيارية على ضوء مجموعة من المعايير في إختيار مفردات العينة. وقد إستند أسلوب إختيار العينة الى مجموعة من المعايير تجسدت بالاتي :

١. أن تكون الشركة منوعة تعمل في أكثر من قطاع واحد للأعمال.
 ٢. إعتداد الشركة في الدخول الى قطاعات الأعمال على عملية التطوير الداخلي خلال مدة البحث.
 ٣. الأبلأغ المالي القطاعي إضافة الى الأبلأغ الشامل على مستوى الشركة.
 ٤. إستمرار الشركة في الأدرأج وتداول أسهمها في سوق أسهم نيويورك (NYSE) طيلة مدة البحث.
 ٥. توافر البيانات المذكورة جميعها، واللازمة لعملية القياس والتحليل الماليين، والأختبار والتحليل الأحصائيين على مستوى كل شركة وإمكانية الوصول إليها.
- وظالما أن الدراسة الحالية تعتمد نماذج إختبار متعددة المتغيرات، جرى قياسها بأستعمال بيانات مستمرة في الدرجة الأساس، والتوجه في تحديد عينته نحو إستعمال أسلوب تحليل الأندأر مصحوباً بأسلوب الجداول الأحصائية الجاهزة، فقد إستعمل نموذج (Green,1991) الواردة صيغته في المعادلة (١) لأغراض تقدير الحد الأدنى المطلوب من حجم العينة طبقاً لنموذج الأندأر المتعدد (Natarajan,2006:43) :

$$N > 50 + 8(P).....(1)$$

تشير المعادلة (١) الى أن حجم العينة المطلوب في حده الأدنى لأغراض تحليل الأندأر المتعدد، يجب أن يفوق حاصل ضرب قيمة الثابت (8) ثمانية في عدد المتغيرات المستقلة التي يشتمل عليها نموذج الأندأر المتعدد (P) مضافاً إليه قيمة ثابتة قدرها (50) خمسون مشاهدة. وبالتطبيق على نماذج الأندأر الخاصة بالدراسة الحالية، ظهر أن الحد الأدنى المطلوب من حجم العينة لأغراض إختبار الفرضيات هو (114) مشاهدة على أقل تقدير (N>114).

ونظراً الى أن الأفق الزمني المعتمد في الدراسة طولي شمل السنوات (2005-2011) تجسيدا لأسلوب التحليل القائم على أساس إستعمال البيانات المزدوجة التي جمعت بين بيانات المقاطع الزمنية على مستوى الشركات المدروسة جميعها وبيانات السلسلة الزمنية على مستوى كل شركة منها، فقد أخذ مستوى التحليل والمشاهدة إتجاهاً مزدوجاً بحيث مكاني وآخر زمني (شركة-سنة)، مما ساعد على توليد مشاهدات بلغ عددها على مستوى المدة الزمنية الكلية للبحث (350) مشاهدة (50 شركة x 7 سنوات) إستثنيت منها المشاهدات الخاصة بقيمة المنشأة التي لم تتحقق معها قيمة إقتصادية مضافة، ليكون بذلك العدد النهائي للمشاهدات (٣١٩) مشاهدة، إختبرت على ضونها فرضيات التأثير المباشر و تباينت بين بقية الفرضيات المتعلقة بالتأثيرات التفاعلية حسب توافر البيانات أو نتائج قياس متغيرات البحث لاسيما بالنسبة للمتغير المعتمد، إلا أنها لبت العدد الكلي من المشاهدات المطلوبة في كل حال من الأحوال، علاوة على تلبيتها الحد الأدنى لعدد المشاهدات المطلوبة في تحليل نماذج الأندأر المتدرج لأختبار التأثيرات التفاعلية للمتغيرات والبالغة (120) مشاهدة (Aguinis,1995:1148).

ثانياً: البيانات وآفاقها الزمنية

إنقسمت بيانات الدراسة الى بيانات ثانوية داخلية (Internal Secondary Data) وفرتها الشركات الخاضعة للبحث ذاتها، عبر قواعد بياناتها وسجلاتها الداخلية ووثائقها وتقاريرها السنوية المنشورة في مواقعها الإلكترونية لتلتقي بذلك مع طريقة جمع البيانات من مصادرها الأولية بالنسبة للبحوث الكمية. ومن الأمثلة الدالة الى تلك البيانات، هي بيانات كسفي الدخل والميزانية العمومية وبعض الكشوفات المالية الأخرى إضافة الى بيانات هيكل الملكية الإدارية ومجالس إدارات الشركات الخاضعة للتحليل، والتي جرى إعتماؤها في قياس بعض المتغيرات الأساسية والفرعية الخاصة بشركات العينة التي تُصدرها بذاتها لاسيما أن هذه البيانات رقمية ومصادق عليها من قبل الجهات الرقابية المختصة أتاحت إمكانية إجراء مختلف التحليلات المالية والأحصائية.



أما القسم الثاني من البيانات الثانوية، فهو البيانات الثانوية الخارجية (External Secondary Data) التي جسدتها البيانات المنشورة عبر قواعد البيانات العامة والمواقع الإلكترونية للمؤسسات المالية بما فيها سوق أسهم نيويورك (NYSE)، خصوصاً بالنسبة الى بيانات الناتج المحلي الأجمالي والتضخم وأسعار الأسهم وأسعار الفائدة على حوالات الخزينة وبيانات مؤشر (Fortune500) بأعتبره مجتمع البحث الذي سحبت منه عينته المدروسة.

وبخصوص الأفق الزمني لبيانات ظاهرة التنويع وقيمة المنشأة، فقد تجسّد بمعطيات أسلوب الدمج بين بيانات السلاسل الزمنية التي شملت مدة البحث البالغة سبعة سنوات (٢٠٠٥-٢٠١١) ولكل شركة ضمن العينة المدروسة، وبين البيانات المقطعية على مستوى السنة الواحدة منها لشركات العينة جميعها في إطار ما يُعرف بتحليل البيانات المزدوجة (Panel Data Analysis).

وقد جرى إستعمال أساليب التحليل المذكورة في مرحلتي التحليل والأختبار إضافة الى إستعمال أساليب التحليل المالي للكشوفات المالية من خلال مؤشرات مالية محددة، فضلاً عن تحليل بيانات السوق المالية طبقاً للمدخلات التي تحتاجها النماذج الرياضية والمالية المستعملة في قياس المتغيرات المدروسة كما سيجري توضيحه ضمن الفقرة اللاحقة الخاصة بذلك.

وتتمثل الخطوة الأولى في تحليل الأتحدار بالتأكد من طبيعة العلاقة بين المتغيرين المستقل والمعتمد ما إذا كانت خطية من عدمه. وتكمن إحدى الوسائل الأساسية التي يُستعان بها للغرض المذكور بالأشكال أو الرسومات البيانية (مخططات إنتشار البيانات Scatter Plots مثلاً) التي تتيح إمكانية تفحص بيانات المتغيرين بصورة مباشرة عبر النظر (Chapra and Canale, 2006 : 452 ; Mun, 2006 : 325). والمقصود من الخطية (Linearity) بين المتغيرات، وجود علاقة مباشرة بينها تتخذ بياناً شكل بيضوي يقارب شكل السيكار أو القبة المكسيكية ويكفل رفع مستوى تجانس العلاقة بينها (Tharenou et al , 2007 : 202).

وإستعمل سُلّم القوة الأحصائية الذي قدمه (John W. Tukey) بهدف تحسين كفاءة نموذج الأختبار في قابليته على التنبؤ باتجاه العلاقة بين المتغيرين المستقل والمعتمد وقوتها (Black, 2011: 551-552) بأستعمال البرنامج الأحصائي الجاهز (STATA 12 SE) الذي يعدّ بدوره من أحدث البرامج الأحصائية وأكثرها دقة وتعقيد بما إشتهل عليه من تحليلات إحصائية متقدمة كتحليل البيانات المزدوجة الذي صُمم في الأصل لهذا الغرض.

وكشفت نتائج إختبار التوزيع الطبيعي لبيانات المتغيرات المدروسة كما جرى توضيحه ضمن فقرة التحويلات الرياضية في الجانب العملي من الدراسة بعد توفيق منحنيات تلك المتغيرات بيانياً عبر البرنامج الأحصائي المذكور، مطابقة بيانات العينة بمعنوية إحصائية لمنحنى المطابقة وفقاً لتلك التحويلات وبمستوى دلالة (٥%) كفلّ توزيع البيانات توزيعاً طبيعياً بجودة مطابقة عالية جعلت من نموذج الأختبار يتخذ صيغة النموذج الخطي العام الملائم لتحليل البيانات المزدوجة.

ويؤدي أسلوب الدمج بين بيانات المقاطع العرضية وبيانات السلاسل الزمنية الى رفع كفاءة تقدير معالم النموذج المدروس مقارنة بمقدرات النموذج في حال إستعماله البيانات المقطعية أو بيانات السلاسل الزمنية وحدها بشكل منفصل (كاظم ومسلم، ٢٠٠٢ : ٣٠٠). ونظراً لأعتماد الدراسة الحالية على أسلوب المعاينة الفرضية المقصودة غير العشوائية من جهة، ولثبوت وجود فروقات معنوية في معاملات الأتحدار طبقاً لنتائج إختبار (Hausman-Taylor, 981) المبيّنة تفصيلها في الجانب العملي من الدراسة، وجب إستعمال نماذج التأثيرات الثابتة في إختبار الفرضيات. وتتخذ الصيغة العامة لنموذج التأثيرات الثابتة مضمون العلاقة الخطية التي تعرضها المعادلة (٢) بالحدود التي إشتهلت عليها (K'ezdi, 2003: 4) :



$$y_{it} = X_{it}\beta + \varepsilon_{it} = \alpha_i + X_{it}\beta + \mu_{it} \dots \dots \dots (2)$$

$$i=1,\dots,N, t=1,\dots,T$$

إذ أن :

y_{it} = متغير الاستجابة أو المعتمد

X_{it} = المتغير التفسيري أو المستقل

β = معامل الأتحدار

α_i = الحد الثابت

ε_{it} = الخطأ المعياري ذي البعدين المقطعي والزمني

وبغية إختبار فرضيات التأثير التفاعلي للموارد المالية بأستعمال البيانات المزدوجة، تطّلب ذلك إستعمال نموذج التأثيرات الثابتة للبيانات المزدوجة ذات الأخطاء المعيارية المصححة على وفق خطوتين جمع بينها منطق الأتحدار الهرمي المتدرج (Hierarchical Multiple Regression, HMR) أو ما يُعرف بأتحدار المتغيرات التفاعلية المتعدد (Moderated Multiple Regression, MMR) لأختبار دور المتغيرات التفاعلية (أو المُعدّلة) في العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة. ويتّخذ القياس الرياضي لهذا النوع من نماذج الأتحدار صيغ المعادلتين (3) و(4) (Aguinis, 1995: 1143 ; Carte and Russell, 2003: 480- 481 ; Sekaran and Bougie, 2010: 354)

$$Y = \alpha + \beta_1 X + \beta_2 Z + e \dots \dots \dots (3)$$

إذ أن :

Y = المتغير المعتمد

α = معامل الحد الثابت

β_1 = معامل إتحدار المتغير X

X = المتغير المستقل

β_2 = معامل إتحدار المتغير Z

Z = المتغير التفاعلي

e = حد الخطأ (بواقي النموذج)

وتتمثل الخطوة الثانية في نموذج الأختبار بأضافة حد التفاعل بين المتغيرين المستقل والتفاعلي (أو المُعدّل) إليه بعد تحويل قيم هذين المتغيرين الى قيم معيارية أو مركزية (Standardized or Centered Values) عن طريق أخذ الفرق بين قيمة كل منهما وقيمة وسطهما الحسابي على مستوى العينة المدروسة أو قسمة ناتج الفرق لكل منهما على قيمة الانحراف المعياري أو القياسي الخاص بكل منهما منفرداً، بوصفها إحدى طرائق معالجة مشكلة الأزواج الخطي المحتملة بين المتغيرات المستقلة، وعلى النحو الوارد في المعادلة (4) :

$$Y = \alpha + \beta_1 X + \beta_2 Z + \beta_3 (X * Z) + e \dots \dots \dots (4)$$

إذ أن :

β_3 = معامل إتحدار حد التفاعل

$(X * Z)$ = حد التفاعل بين المتغيرين المستقل والتفاعلي

ثالثاً: قياس المتغيرات

١. التنويع : إستندت عملية التمييز بين الشركات المنوعة والمركزة الى إعتداد المقياس الحسابي الذي يُطلق عليه بمؤشر تعدد القطاعات (Multi-Segment Indicator) شأنه الأستعمال في العديد من الدراسات السابقة (e.g., Ahn,2009 ;Berger & Ofek , 1995)، فهو يعتمد على تحديد عدد القطاعات العاملة فيها تلك الشركات، إذ تعدُّ الشركة منوعة، عندما تُسجَّل عملياتها ونشاطاتها أكثر من قطاع واحد للأعمال. أما بخصوص قياس مستوى التنويع وإتجاهه ما إذا كان مترابطاً أم غير مترابط، فقد جرى توظيف مقياس (Rumelt,1977,1982) الذي يطلق عليه نسبة التخصص (Specialization Ratio, SR) وتعديلاتها التي طرحتها كل من (Pandya and Rao,1998) والمرتبطة بتوسيع المساحة المخصصة للتنويع المعتدل أو المترابط الى $(0.50 < SR \leq 0.95)$ بدلاً من $(0.70 < SR \leq 0.95)$ ، والتنويع العالي أو غير المترابط الى $(SR < 0.50)$ عوضاً عن $(SR < 0.70)$. وما تجدر الإشارة إليه، هو أنَّ قياس مستوى التنويع على وفق نسبة التخصص يتيح إمكانية الفصل بين الشركات المنوعة ونظيرتها غير المنوعة كذلك. ولعلَّ الأسباب الأساسية التي دفعت كل من (Pandya and Rao,1998) الى تعديل نسبة التخصص بحدودها الجديدة، والمعتمدة في الدراسة الحالية للأسباب ذاتها الى حدِّ ما، لعلَّها تجسَّدت بالآتي :

أ. ينصب إهتمام المليون على المستويات العالية للتنويع (Conglomerate) الى الحد الذي لا يعتبرون فيه المستويات المعتدلة منه تنويع في المنتجات والأسواق، بينما أكَّد الأستراتيجيون يتقدمهم (Rumelt,1977,1982) على أنَّ التنويع المترابط بمستوياته المعتدلة الواقعة بين نسبي تخصص (70%) الى (90%) من المرجَّح له أن يقود الى تحسين مستويات أداء المنشأة الى حدود عالية تعجز عن تحقيقها المستويات العالية من التنويع غير المترابط عندما تقل نسبة التخصص عن (70%) ، الأمر الذي حدا الى توسيع فنتي التنويع المعتدل والعالي الى (50%) بدلاً من (70%) كي تضم نسبة محددة من فئة التنويع غير المترابط. بعبارة أخرى، يأتي ما نسبته (50%) فقط من الأيرادات الأجمالية للمنشأة من أكبر قطاعات الأعمال التي تعمل فيها والنسبة المتبقية (50%) تتوزع بين قطاعات أعمالها الأخرى.

ب. يخص هذا السبب بالدراسة الحالية وحدها ويقتصر على فلسفتها وإستراتيجياتها المعتمدة ضمن جوانبها المنهجية، فقد أثبتت الملاحظة المباشرة لبيانات العينة المدروسة على مستوى البنيتين الأساسيتين للبحث، التنويع وقيمة المنشأة، صعوبة حصر مستويات التنويع الناجمة عن توزيع إيرادات مبيعات الشركات الخاضعة للتحليل ضمن المديات المحددة في دراسة (Rumelt,1977,1982) وثباتها على ماهي عليه بالنسبة لكل سنة من السنوات السبع للدراسة الحالية، مما يستوجب توسيع تلك المديات ضمن الحدود المذكورة التي إقترحتها كل من (Pandya and Rao,1998)، ومن ثمَّ إتاحة مرونة أعلى ترافقها إمكانية تتبع أداء الشركات المدروسة بدلالة قيمتها ضمن إتجاهي التنويع المترابط بمستوياته المعتدلة التي ضُمَّت مديات أوسع نسبياً من مساحات تنوع الأيراد كمقياس للدخول الى صناعات وأسواق جديدة بمنتجات جديدة، والتنويع غير المترابط بمستوياته العالية ضمن مديات تنوع في الأيراد أعلى نسبياً كذلك مقارنة بالتقسيم الفئوي الذي أقترحه (Rumelt,1977,1982).

٢. قيمة المنشأة: مقياس القيمة متعددة ومتنوعة، تختلف باختلاف المدخل المستعمل في تعريفها وتوصيفها. والمقياس المعتمد في الدراسة الحالية، هو مقياس حديث أغلب الظن أنه حقق سبقاً في دراسات التنويع بعد أن تجاوز في فلسفته ومنطق قياسه المأخذ المرصودة بالنسبة الى المقياس التقليدي المعروفة في إطار عملية البحث عن شواذ القياس. وعلى هذا النسق، جرى التعبير عن القيمة الكلية للمنشأة بدلالة قيمتها الاقتصادية المضافة على وفق^(٢) نموذج القيمة الاقتصادية المضافة متعدد المدد الزمنية الوارد في المعادلتين (5) و(٦) كونه يأخذ بالاعتبار صافي القيمة الحالية لفرص النمو المستقبلية المتوقعة للمنشأة بما يتناسب مع جوهر فكرة القيمة المتوقعة من خيار النمو عبر التنويع، ومن ثمَّ التعبير عن القيمة المضافة كنسب مئوية محسوبة من أصل قيمة المنشأة (Thomas and : 2010: 228-239)

Gup,

(٢) تحسب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على وفق المعادلة: $EVA(RI) = NOPAT - [CI \times WACC]$.



$$V = \text{NOPAT} / \text{WACC} + G_f \dots\dots\dots(5)$$

$$G_f = [\text{Avg.EVA(Future)} / \text{WACC} \times T] \times 1/1+(\text{WACC})\dots\dots\dots(6)$$

يُمثل الحد Avg.EVA(Future) الربح الاقتصادي الذي تحققه فرص الأستثمار أو فرص النمو الجديدة. ويستوجب التحليل على وفق هذا النموذج إفتراض أن طول المدة الزمنية للربح الاقتصادي الموجب أكبر من الصفر ($T > 0$).

وقد جرى تقدير صافي الدخل التشغيلي بعد الضريبة بمفهومه الاقتصادي (NOPAT) الذي دعي إليه (1994) Stewart بعد إجراء عدد من التعديلات المحاسبية غير المعقدة، والتي تطلبت إعادة إضافة الأندثار ونفقات البحث والتطوير علاوة على نفقات التسويق والأعلان الى الأرباح التشغيلية. كما جرى قياس رأس المال المستثمر (CI) بحاصل جمع القيمة الدفترية لكل من حق الملكية والمطلوبات طويلة الأمد حسب ما هو وارد في العديد من الدراسات والأدبيات المرتبطة بها (e.g.,Schwenker and Spremann, 2009: 258). أما المعدل الموزون لكلفة رأس المال (WACC)، فقد قيس بأستعمال المعادلة (7) (Titman,Keown and Martin , 2011 :480) تزامناً مع قياس كلفة التمويل الممتلك بأستعمال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) المبينة تفصيله في المعادلة (8)، والذي يتناغم إستعماله في هذا الخصوص على وفق الأفتراضات التي قام عليها تتقدمها كفاءة السوق المالية التي إسم بها سوق نيويورك للأوراق المالية (NYSE) تحيداً، والمتداولة فيه أسهم الشركات عينة الدراسة، كما هو ثابت على مستوى الدراسات التجريبية المتعاقبة في هذا المجال والتي أدلى بها العديد من الكتاب والباحثين (e.g.,Van Horne and Wachowicz, 2009).

$$\text{WACC} = (K_d (1-T) \times W_d) + (K_{ps} \times W_{ps}) + (K_{cs} \times W_{cs})\dots\dots\dots(7)$$

يُمثل الحد الأول $(K_d (1-T) \times W_d)$ كلفة التمويل المقترض موزونة بنسبة الرافعة المالية، بينما يعكس الحد الثاني $(K_{ps} \times W_{ps})$ كلفة التمويل الممتلك بالأسهم الممتازة في حال إصدارها من قبل الشركة. أما الحد الثالث $(K_{cs} \times W_{cs})$ ، فهو كلفة التمويل الممتلك بالأسهم العادية. ويمكن إستبعاد حد كلفة التمويل بالأسهم الممتازة في حال عدم إصدارها أو عدم إعتماها مصدراً للتمويل.

وتقضي الصيغة الرياضية لقياس كلفة التمويل الممتلك (K_e) ، على وفق نموذج (CAPM)، بأضافة العائد خالٍ من المخاطرة (R_f) الى العلاوة السوقية المتمثلة بالفرق بين عائد السوق (R_m) والعائد خالٍ من المخاطرة مضروبة في معامل المخاطرة النظامية للسهم بيتا (β) على وفق المعادلة الاتية (Van Horne and Wachowicz, Jr., 2009 : 396):

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) \beta \dots\dots\dots(8)$$

وبخصوص، معاملات المخاطرة النظامية بدليل معاملها بيتا، فقد جرى قياسها على أساس العوائد الرأسمالية للأستثمار في أسهم الشركات لكل سنة من سنوات البحث بأستعمال أسعار الأغلاق الأسبوعية لتوليد عدد مشاهدات كافٍ من الناحية الأحصائية لتقدير المعاملات المذكورة الداخلة في نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية.

3. الموارد المالية : إستعملت نسبتان للتعبير عن توافر الموارد المالية، الأولى منها هي سعة المديونية التي تقاس عبر مُكملة نسبة المديونية كونها توشر مدى توافر الموارد المالية من مصادر تمويل داخلية (45 : 1991 , Chatterjee and Wernerfelt), بينما قيست مخاطرة سيولة الموارد المالية بنسبة صافي رأس المال العامل الى المبيعات (273 : 2003, Broyles).

٤. المتغيرات المسيطر عليها : تمثلت متغيرات الضبط الأحصائي ضمن نموذج الأختبار بخمس متغيرات هي:

أ. حجم المنشأة : قيس حجم الشركات المدروسة بأستعمال اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الموجودات بقيمتها الدفترية، والتي تُعبر عن مجموع استثماراتها في الأمدن القريب والبعيد (e.g., Hsu and Liu, 2008 : 353).

ب. عمر المنشأة : قيس العمر بأستعمال اللوغاريتم الطبيعي للسنوات التي أمتد على طولها عمر الشركة لغاية السنة الأخيرة من سنوات الدراسة (e.g., Kumar: 2003, 13 ; Brown and Caylor, 2006:415).

ج. الرافعة المالية : استعملت نسبة المديونية في قياس الرافعة المالية أو مدى اعتماد المنشأة على التمويل المقترض في هيكلها المالي من خلال قسمة الديون مدفوعة الفائدة طويلة الأمد على مجموع الموجودات (Andres et al , 2012:19).

د. التضخم : يعكس التضخم ارتفاع مستمر في المستوى العام للأسعار ينشأ عنه انخفاض في القوة الشرائية للنقود، الأمر الذي قاد الى إستعمال معدلات التضخم السنوية المحسوبة على أساس الرقم القياسي لأسعار المستهلك والمنشورة في المواقع العالمية المتخصصة في ذلك، بالنسبة الى بيئة الشركات عينة الدراسة، بهدف السيطرة على تأثيراته السلبية المحتملة في قيمة المنشأة على غرار عدد من الدراسات السابقة التي عاملت التضخم متغيراً للضبط الأحصائي وإدخاله ضمن نماذج الأختبار بهدف السيطرة على تأثيراتها المتوقعة في قيمة المنشأة (e.g., Daud et al, 2009:8).

هـ. معدل النمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي: يُمثل هذا المتغير مؤشر كمي يعكس الحالة الاقتصادية العامة المؤثرة في تقلب عوائد الاستثمارات المالية والحقيقية المادية على حدٍ سواء ومن ثمّ قيمة كل منها، مما دفع الى تضمين نماذج الأختبار هذا العامل كمتغير ضبط إحصائي مسيطر عليه حاله في ذلك حال المتغيرات المذكورة أعلاه بعد الحصول على قيمه من المواقع العالمية المتخصصة في ذلك.

عرض النتائج وتحليلها

تضمن هذا الجانب العملي من البحث ثلاث فقرات، انصرفت الأولى منها الى عرض نتائج الوصف الأحصائي ومصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة ومناقشتها، في الوقت الذي خصصت فيه الفقرة الثانية لتوضيح آلية إجراء التحويلات الرياضية اللازمة على البيانات بما يكفل جاهزية إستعمالها في إختبار الفرضيات. أما الفقرة الثالثة، فقد كُرست لأختبار الفرضيات بأستعمال نماذج إندثار البيانات المزدوجة ذات أخطاء القياس المصححة التي تتفق مع أسلوب الدمج بين بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية وتتيح إمكانية رفع مستوى كفاءة النموذج القياسي المستعمل في الأختبار وضمان دقة أعلى في تقدير معالمه. و أعمدت عملية الوصف الأحصائي على كل من الأوساط الحسابية، والانحرافات المعيارية، والقيم القصوى والدنيا للمتغيرات، علاوة على قيم المدى المعبر عن حاصل الفرق بينهما.

أولاً: الوصف الأحصائي للمتغيرات ومعاملات الارتباط

يعرض الجدول(1) نتائج الوصف الأحصائي للمتغيرات والذي يتضح منه بلوغ متوسط نسبة نمو القيمة الاقتصادية المضافة الى إجمالي قيمة المنشأة (0.٤٣٨) بتقلب مقداره (0.٠٩٦) على وفق قيمة الانحراف المعياري للنسبة المذكورة. كما يتضح بصورة جلية إرتفاع مدى هذه النسبة (0.٨٦) الذي يمثل الفرق بين القيمتين القصوى (0.86) والدنيا (0). ولعلّه من الواضح أنّ سبب إرتفاع قيمة المدى يعود في حقيقته الى إخفاق بعض الشركات في تحقيق قيمة مضافة من جرّاء التنويع في سنة أو مجموعة سنوات محددة ضمن المدة الزمنية الكلية للدراسة. ويظهر من الجدول (1) كذلك، وقوع متوسط نسبة التنويع (٠.578) ضمن مستويات التنويع المترابط، بما يعكس الحيز الأكبر الذي شغلته شركات التنويع المترابط من بين شركات العينة تزامناً مع تقلب نسبي في معدلات التنويع بدلالة إنحرافه المعياري ببعديه المكاني والزماني البالغ (0.206). وقد بلغت قيمة المدى (0.69) المعبر عن الفرق بين القيمتين القصوى (٠.95) والدنيا (0.٢٦) نتيجة الفجوة الواضحة بين الشركات التي تبنت إستراتيجية تنويع مترابط تزايدت فيها نسبة التخصص الى المستوى المذكور والشركات التي تبنت إستراتيجية التنويع غير المترابط وتراجعت فيها نسبة التخصص بشكل ملموس.



إختبار الدور التفاعلي للموارد المالية في العلاقة بين

إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة

وبخصوص المتغيرات التفاعلية، فقد حققت سعة المديونية أعلى متوسط (0.٧١٨) مقارنة بمتوسط نسبة صافي رأس المال العامل الى المبيعات (0.122) مؤشره بذلك إستعمال الشركات المدروسة مستويات رافعة مالية محدودة، كمتوسط، في هيكلها المالي وإعتمادها على التمويل الممتلك بقدر أكبر خلال سنوات الدراسة الى الحد الذي تراجعت فيه قيمة الانحراف المعياري الى (0.١٦٠) بما يعكس تباين محدود بين نسب مكونات الهياكل المالية للشركات على طول المدة الزمنية الخاضعة للتحليل. وتتفق هذه النتيجة مع الوسط الحسابي لنسبة الرافعة المالية (0.٢٨١) بوصفها الجزء المتمم لسعة المديونية وإحدى المتغيرات المسيطر عليها.

جدول (1) وصف إحصائي للمتغيرات على مستوى العينة الكلية للشركات المدروسة

المدى Range	أدنى قيمة Min	أقصى قيمة Max	الانحراف المعياري Sd	الوسط الحسابي Mean	المؤشرات الإحصائية	
					الوصف	المتغيرات
.٨٦	٠	.٨٦	.٠٩٦	.٤٣٨	معتمد	نسبة القيمة الاقتصادية المضافة
.69	.٢٦	.95	.٢٠٦	.٥٧٨	مستقل	التنويع
.65	.٣٢	.٩٧	.١٦٠	.٧١٨	تفاعلي	سعة المديونية
3.17	.٠١	٣.١٨	٣٣١.	.١٢٢	تفاعلي	نسبة صافي رأس المال العامل
1.03	١.١٨	٢.٢١	.٢٣٦	١.٨٦٨	متغير سيطرة	عمر الشركة
2.27	٣.٦٣	٥.٩	.٥٨٧	٤.٣١٠	متغير سيطرة	حجم الشركة
.65	.٠٣	٦٨.	.١٦٠	.٢٨١	متغير سيطرة	الرافعة المالية
.042	-.٠٠٤	.٠٣٨	.٠١٢	.٠٢٥	متغير سيطرة	التضخم
.07	-.٠٣٥	.٠٣٥	.٠٢٠	.٠١٢	متغير سيطرة	الناتج القومي الإجمالي

وقد كشفت نتائج الوصف الإحصائي للمتغيرات المسيطر عليها ضمن النماذج القياسية لأختبار الفرضيات عن تفاوت واضح بينها لاسيما ما تعلق بكل من متوسط العمر (١.٨٦٨) والحجم (٤.٣١٠) والانحراف المعياري لكل منهما (0.٢٣٦) و (0.٥٨٧) بالتتابع، الأمر الذي يؤكد منطقية وضرورة إدخالها في النموذج كعوامل مساعدة في التنبؤ باتجاه وقوة العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة وتفسيرها وعزل تأثيراتها المحتملة عن باقي متغيرات النموذج. ولم يسجل كل من التضخم والنمو الحقيقي في الناتج القومي الأجمالي تفاوتاً كبيراً (0.٠١٢) و (0.٠٢٠) مع إنخفاض الوسط الحسابي (0.٠٢٥) و (0.٠١٢) وقيمة المدى لكل منهما (0.042) و (0.07) على التوالي خلال سنوات الدراسة، وهي نتيجة لا تخلو من المنطق كذلك، لأرتباط هذين المؤشرين مع بعضهما في قياس الرفاهية الاقتصادية وتحديد مستوى المعيشة، فضلاً عن إستعمال معدل التضخم في حساب معدل النمو الحقيقي في الناتج القومي الأجمالي بعد طرح الأول من معدل النمو الأسمي للثاني.

أما بالنسبة الى علاقات الأرتباط بين متغيرات الدراسة، فقد أثبتت النتائج التي يعرضها الجدول (٢) الخاص بمصفوفة الأرتباط (Pearson Correlation) بين المتغيرات عدم وجود مشكلة تعدد أو إزدواج خطي ملموسة بين مجموعة المتغيرات المستقلة بصورة عامة، إذ لم تتجاوز أعلى قيمة لمعامل الأرتباط (٠.٦٧٩) بين متغيري معدل النمو الحقيقي في الناتج القومي الأجمالي ومعدل التضخم مقارنة بمعامل المرجعي المعتمد للأرتباط على مستوى الدراسات في هذا المجال والبالغ (0.80) بأستثناء معامل الأرتباط السلبي التام بين متغيري سعة المديونية والرافعة المالية، فهما متغيران مكملان لبعضهما بحسب الواحد منهما بدلالة الآخر.



إختبار الدور التفاعلي للموارد المالية في العلاقة بين

إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة

وما تجدر الإشارة إليه في هذا المجال، هو أن الغرض الأساس من تقدير مصفوفة الارتباط بين المتغيرات لم يكن الحكم على طبيعة العلاقة القائمة بينها، كما هو مألوف بالمعنى التقليدي، لأنَّ معامل الارتباط يعمل على قياس الترابط أو التلازم الخطي بين المتغيرات وليس العلاقات السببية الكامنة بينها. وعلى هذا الأساس، تمثّل المغزى الحقيقي منه بتشخيص ما إذا كان هناك ازدواج خطي بين المتغيرات أولاً، ومن ثمَّ خطية العلاقة في ما بين المتغيرات المستقلة الأساسية متمثلة بالتنويع، والساندة لتقدمها المتغيرات التفاعلية، مع المتغير المعتمد الذي تجسده قيمة المنشأة.

جدول (٢) مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

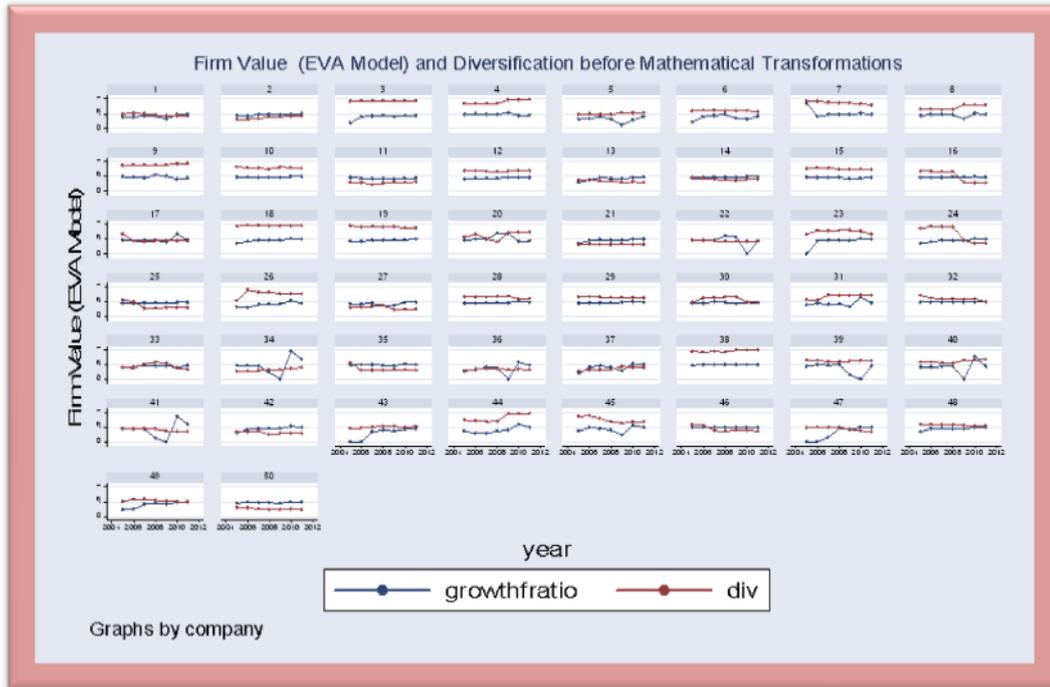
المتغيرات	الاقتصادية المضافة	التنويع	سعة المديونية	نسبة رأس المال العامل	عمر الشركة	حجم الشركة	الرافعة المالية	التضخم	الناتج القومي الإجمالي
نسبة القيمة الاقتصادية المضافة	١.٠٠٠								
التنويع	٠.٠٣٤	١.٠٠٠							
سعة المديونية	٠.٠٠٤	٠.١٨٤	١.٠٠٠						
نسبة رأس المال العامل	-٠.٠١٢	**٠.٠٨٨	**٠.٣٧٨	١.٠٠٠					
عمر الشركة	**٠.٠٢١	**٠.١٦١	**٠.٤٣٠	**٠.٣١٣	١.٠٠٠				
حجم الشركة	*٠.٠٠٧	-٠.٠٤٥	***٠.٤٥٥	**٠.٣٥٦	**٠.٢٤٤	١.٠٠٠			
الرافعة المالية	-٠.٠٠٤	**٠.١٨٤	**٠.١٠٠	٠.٣٧٨	**٠.٤٣٠	**٠.٤٥٥	١.٠٠٠		
التضخم	*٠.١١٩	٠.٠٣١	٠.١١٤	**٠.٠٧٦	-٠.٠٤٨	-٠.٠٦٠	**٠.١١٤	١.٠٠٠	
الناتج القومي الإجمالي	*٠.٣٢٢	٠.٠٠٤	٠.١٠٦	-٠.٠٧٢	-٠.٠٥٠	-٠.٠٢٤	**٠.١٠٦	***٠.٦٧٩	١.٠٠٠

Note: Two-tailed tests ; * $p < 0.10$; ** $p < 0.05$; *** $p < 0.01$

ثانياً: التحولات الرياضية للبيانات

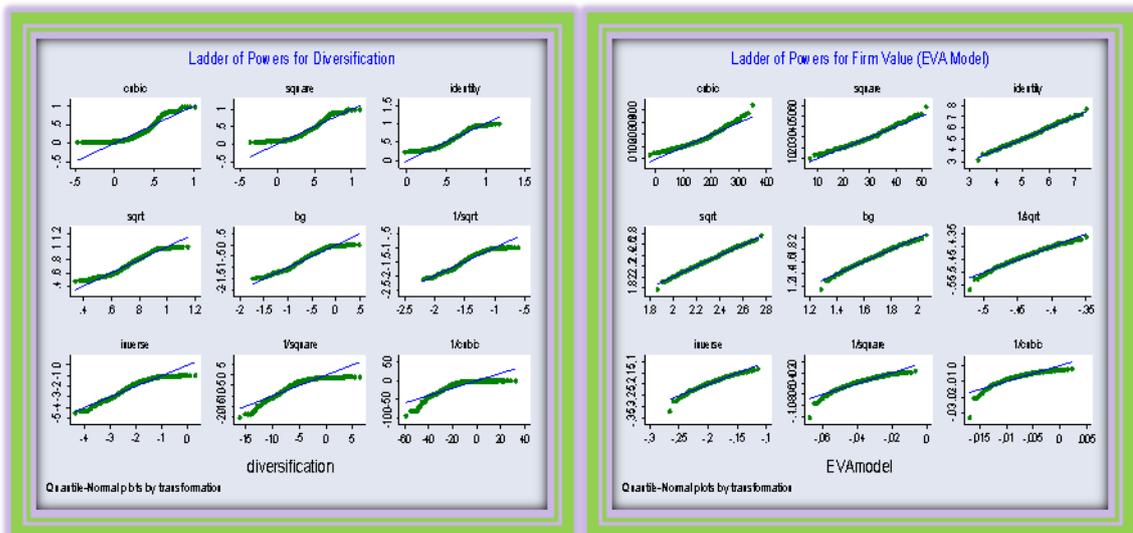
يستوجب إختبار علاقات التأثير بين المتغيرات إجراء التحولات الرياضية اللازمة على البيانات قبل إختبار العلاقة بينها وتحويلها الى صيغها الخطية التي تتناسب مع أسلوب تحليل البيانات الطولية المزدوجة كونها تعتمد نماذج إحدار خطي بين المتغيرات إضافة الى ضمان مطابقة منحني توزيع البيانات مع منحني التوزيع الطبيعي لها، وذلك بعد أن تبين من الشكل (٤) الذي نُفِّذَ بأستعمال البرنامج الأحصائي الجاهز (STATA 12SE) غياب الخطية المطلوبة بين متغيرات البنى الأساسية، التنويع وقيمة المنشأة، على مستوى الشركات الخاضعة للدراسة جميعها.

شكل (٤) التنويع وقيمة المنشأة قبل التحويلات الرياضية (نموذج القيمة الاقتصادية المضافة)



ويوضح الشكل البياني (٥) التحويل الرياضي للمتغيرين المستقل (التنويع) والمعتمد (قيمة المنشأة بدلالة نسبة القيمة الاقتصادية المضافة) بأستعمال سُلّم (John W. Tukey) المستعمل في التحويلات الرياضية للمتغيرات بما يضمن تحسين كفاءة نموذج الأنحدار في قابليته على التنبؤ باتجاه العلاقة بين المتغيرين المستقل والمعتمد وقتها، والذي جرى تنفيذه عبر البرنامج الإحصائي الجاهز (STATA 12SE) ذاته كمثال دال عن آلية التحويل الرياضي للمتغيرات. ويظهر من الشكل المذكور أنّ الصيغة اللوغاريتمية لتحويل المتغيرات تكاد تكون أكثر الصيغ التي تحقق الموانمة المطلوبة بين البيانات والنموذج القياسي المستعمل في الاختبار، الأمر الذي حدا الى اعتماد الدالة اللوغاريتمية في قياس العلاقة بين المتغيرات المدروسة بعد أن كانت نتائج التحويل جميعها معنوية بالنسبة للصيغة اللوغاريتمية بمستوى دلالة (0.05) حسب إحصاءة الأختبار (Chi2).

شكل (٥) سُلّم التحويل الرياضي لمتغيري التنويع وقيمة المنشأة (EVA Model)



ثالثاً: إختبار الفرضيات

تطلب إختبار الدور التفاعلي للموارد المالية صياغة ثلاث فرضيات، نصّ مضمون كل منها على ما يأتي:

١. ينصف التنويع بعلاقة مباشرة ومعنوية إحصائياً مع قيمة المنشأة.
 ٢. تعدّل الموارد المالية الداخلية العلاقة المباشرة بين التنويع وقيمة المنشأة عكسياً وتزيد من قوتها الاتجاه ذاته وبدلالة معنوية إحصائياً خصوصاً بالنسبة للشركات التي اعتمدت إستراتيجية التنويع غير المترابط.
 ٣. يعدّل توافر السيولة العلاقة المباشرة بين التنويع وقيمة المنشأة عكسياً وتزيد من قوتها بالاتجاه ذاته وبدلالة معنوية إحصائياً خصوصاً بالنسبة للشركات التي اعتمدت إستراتيجية التنويع غير المترابط.
- ويتميز نموذج التأثير الثابت الذي جرى إختياره وتفضيله على نموذج التأثير العشوائي حسب ما أفرزته نتائج إختبار (Hausman-Taylor) التي يبينها الجدول (٣) من دلالات أفادت بوجود استعماله على ضوء معنوية الأختبار بمستويات الدلالة المثبتة أزاء كل فرضية من الفرضيات الثلاث للدراسة، يتميز بقدرته على تقدير معالم معادلة الانحدار بدقة عالية بعد تصحيح الأخطاء المعيارية للقياس وتخليص البيانات من مشكلة الارتباط الذاتي أو المتسلسل (Autocorrelation or Serial Correlation) بين بواقي نموذج الانحدار علاوة على معالجة مشكلة عدم ثبات تجانس التباين (Heteroskedasticity Problem)، الأمر الذي يجعله من بين نماذج الانحدار المتعدد التي تكفل رفع مستوى كفاءة نموذج الأختبار وتعمل على ضمان حصانته المطلوبة الى الحد الذي يمكن معه استعمالها لأغراض التنبؤ وإختبار الفرضيات على حدٍ سواء.

الجدول (٣) نتائج إختبار Hausman-Taylor

عدد المشاهدات n	مستوى المعنوية Prob > chi2	إحصاءة الأختبار Wald chi2	التفاصيل	
			الفرضيات	
٢٩٤	٠.٠٠٠٠٠	٣١.٥٤	Model 1	الأولى
٢٩٤	٠.٠٠٠٠١	٣١.٣٦	Model 1	الثانية
٢٩٤	٠.٠٠٠٠٣	٤٤.٦٦	Model 2	
٢٩٤	٠.٠٠٠٠٠	٣٤.٤٠	Model 1	الثالثة
٢٩٤	٠.٠٠٠٠٠	٣٦.٦١	Model 2	

وطالما أنّ فرضيات الدراسة تتضمن متغيرات تفاعلية تحتاج الى استعمال أسلوب الانحدار المتدرج للمتغيرات التفاعلية من جهة، وشمول النموذج لمجموعة من المتغيرات المسيطر عليها من جهة أخرى، جرى الأختبار على وفق ثلاث خطوات متسلسلة إختصت الأولى منها بأختبار فرضية التأثير المباشر (الفرضية الأولى)، في حين كُرسست الخطوتان اللاحقتان لأختبار بقية الفرضيات (الثانية والثالثة) متخذة بذلك منطق المعالجة والأختبار على وفق التدرج الآتي:

١. إدخال المتغيرات المسيطر عليها الى نموذج التأثير المباشر.
٢. إدخال المتغير التفاعلي الى نموذج الأختبار مع المتغير المستقل.
٣. إدخال حد التفاعل بين المتغيرين المستقل والتفاعلي الى النموذج بصيغته النهائية.

١. إختبار الفرضية الأولى

يضم الجدول (٤) نتائج إختبار التأثير المباشر للتنويع في قيمة المنشأة على مستوى الفرضية الأولى في ظل المتغيرات الخمس المسيطر عليها بعد قياس قيمة المنشأة باستعمال نموذج القيمة الاقتصادية المضافة. وقد أفصحت نتائج الإختبار المعروضة في الجدول (٤) عن وجود دعم قوي لما تنبأت به الفرضية الأولى من إيجابية في العلاقة بين متغيري التنويع وقيمة المنشأة ومعنويتها وبما يؤشر العلاقة الطردية بين المتغيرين خصوصاً بالنسبة لشركات التنويع المترابط. فالمقياس المستعمل للتنويع في هذه الدراسة هو مقياس فنوي مُقسّم الى مستويات حسب نسبة التخصص التي يعكس ارتفاعها إتجاه الشركات عينة البحث من التنويع غير المترابط صوب التنويع المترابط وبالعكس في حالة انخفاضها. كما يظهر من الجدول (٤) أنّ قيمة معامل الانحدار بلغت $(\beta = .207, P < .01)$ ، في حين بلغت قيمة معامل الحد الثابت $(\alpha = .813, P < .01)$ ، وهي معنوية بمستوى الدلالة المؤشر أزاء كل منها.

جدول (٤) نتائج اختبار الفرضية الأولى

مستوى المعنوية	إحصاءة الإختبار	الخطأ المعياري	معامل الانحدار	المؤشرات الإحصائية
$P > z $	z	Std. Err.	Coef.	التفاصيل
.٠٠٠٤	٢.٩٢	.٠٧١	.٢٠٧	التنويع
.٠١٧٢	-١.٣٧	.١٣٤	-.١٨٣	عمر الشركة
.٠٠٠٠	٢٠.٣١	.٠٥٣	١.٠٩٥	حجم الشركة
.٠٠٣٦	-٢.٠٩	.١٧٨	-.٣٧٣	الرافعة المالية
.٠٥٢١	.٦٤	٢.٥٩٤	١.٦٦٤	التضخم
.٠٠٠٤	٢.٨٦	١.٥٩٠	٤.٥٥	الناتج القومي الأجمالي
.٠٠٠٦	٢.٧٧	٢٩٣	.٨١٣	ثابت الانحدار (حد التقاطع)
			.٥٩١	معامل التفسير R^2
			٤٨٥.٣٩	إحصاءة Wald chi2
			.٠٠٠٠٠	Prob > chi2
	٢٩٤			عدد المشاهدات

وبخصوص متغيرات الضبط الإحصائي المسيطر عليها ضمن نماذج الانحدار، فيبدو أنها لم تتباين كثيراً في علاقتها مع قيمة المنشأة في ما يخص الاتجاه باستثناء نسبة التضخم. إذ كانت معاملات بيتا لأثنين منها موجبة هي حجم الشركة $(\beta = 1.095, P < .01)$ الذي عرّ بذلك عن تزايد قيمة الشركات المدروسة بدلالة قيمتها الاقتصادية المضافة مع زيادة حجمها واتساع نطاق عملياتها الى أسواق وصناعات متعددة لاسيما تلك التي اشتركت في سلاسل تجهيز وقيمة متلازمتين، ومعدل النمو الحقيقي في الناتج القومي الإجمالي $(\beta = 4.55, P < .01)$ مؤشراً بذلك انتعاش قيمة الشركات مع تزايد هذه النسبة، والعكس صحيح. أما عمر الشركة ورافعتها المالية، فقد كانت معاملات الانحدار (بيتا) لكل منهما سالبة تعبر عن علاقات عكسية مع قيمة المنشأة $(\beta = -.183, P = .172)$ و $(\beta = -.373, P < .05)$ على التوالي، إلا أنها لم تكن معنوية لمتغير العمر كما هو الحال بالنسبة الى المعنوية التي تمتعت بها نسبة الرافعة المالية التي أشارت بهذه النتيجة الى ارتفاع قيمة شركات العينة مع تراجع نسبة اقتراضها في هيكلها المالية بسبب انخفاض حجم الفوائد المدفوعة عليها، أو تراجع قيمة تلك الشركات مع زيادة مستويات المديونية فيها بسبب ارتفاع حجم الفوائد المدفوعة على ديونها بما يحد من التأثير الإيجابي للوفورات الضريبية الناشئة عن الاقتراض في حالة انخفاض نسب الضريبة المدفوعة على دخل المنشآت كما هو الحال بالنسبة للشركات الخاضعة للدراسة والتحليل.

إختبار الدور التفاعلي للموارد المالية في العلاقة بين

إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة

ولم يكن إتجاه العلاقة ومعنويتها بين معدل التضخم وقيمة الشركات معنوياً ($\beta = 1.664$, $P = 0.521$). ولربما يرجع سبب ذلك الى أنّ إرتفاع معدلات التضخم يؤدي الى تناقص القوة الشرائية وتآكل قيمة الشركات خصوصاً في حال إنخفاض نسب النمو الأسمي في قيمة الشركات المدروسة حيال إرتفاع معدلات التضخم لربما الى الحد الذي يسفر عن تراجع معدل النمو الحقيقي في قيمة تلك الشركات. وينطبق هذا الأسلوب في تحليل متغيرات الضبط الأحصائي على باقي نماذج الإختبار للفرضيات الأخرى مع مراعاة خصوصية كل منها قدر تعلق الأمر بأشارة معاملات الانحدار الخاصة بها ومعنويتها، الأمر الذي تنتفي معه الحاجة الى تكرار عملية وصف نتائج كل منها وتفسيرها على مستوى الفرضيات اللاحقة. وقد بلغت نسبة التباين المُفسر في المتغير المعتمد بدلالة معامل التحديد أو التفسير ($R^2 = 0.591$)، وبما يُعبّر عن وجود عوامل أخرى غير داخلية في نموذج الإختبار تسهم في تفسير الجزء المتبقي من تباين المتغير المعتمد لعلها تصلح أساساً لدراسات مستقبلية أخرى. وإتصف النموذج بمعنوية عالية بل تامة ($P = 0.000$) عبّرت عن معنوية معامل التفسير ومن ثمّ نسبة التباين المُفسر في المتغير المعتمد. وتأسيساً على ما ذكر من تحليل وتفسير لنتائج الإختبار بصفتها العامة، حظيت الفرضية الأولى منها بدعم كبير على ضوء ما أثبتته نتائج الإختبار والتحليل من معنوية في العلاقة الأيجابية المباشرة بين التنويع وقيمة المنشأة بالاتجاه المتوقع.

٢. إختبار الفرضية الثانية

يعرض الجدول (٥) نتائج إختبار الفرضية الثانية على وفق نموذجين، إختص الأول (١) منهما بعرض النتائج بعد إدخال المتغير التفاعلي الى نموذج الإختبار، بينما يعرض النموذج الثاني (٢) نتائج الإختبار بعد إدخال حد التفاعل الى النموذج.

وثبت بعد إدخال المتغير التفاعلي الى النموذج (١) معنوية تأثير كل من المتغير المستقل، إستراتيجية التنويع ($\beta = 0.005$, $P < 0.05$ in Model 1) والمتغير التفاعلي الذي مثّله سعة المديونية وما عكسته من قدرة للشركات المدروسة على الأقتراض بما يؤثر حجم إتمادها على مصادر التمويل الداخلي عبر إحتجاز الأرباح ومناقلتها بين مختلف الأعمال في المقام الأول ($\beta = -0.047$, $P < 0.05$ in Model 1). كما سجّلت النتائج معنوية تامة للنموذج ومعامل التفسير المرافق له ($R^2 = 0.590$, $P = 0.000$ in Model 1) علاوة على معنوية التأثير العكسي المتوقع للتنويع ($\beta = -0.021$, $P < 0.01$ in Model 2) وسعة المديونية ($\beta = 0.069$, $P < 0.05$ in Model 2) مع معنوية حد التفاعل بينهما ($\beta = -0.030$, $P < 0.05$ in Model 2). أمّا النموذج الكلي بمعامله جميعها بما في ذلك معالم المتغيرات المسيطر عليها، فقد كان هو الآخر معنوي الى حد كبير ($P = 0.000$ in Model 2) يعكس معنوية معامل تفسير التباين في قيمة الشركات الى جانب معنوية التغيير الحاصل فيه [$\Delta R^2 = 0.10$, ($0.59 - 0.60$)]. بعد إدخال حد التفاعل الى نموذج الإختبار ضمن خطواته النهائية الأخيرة.

وتشير هذه المحصلة من النتائج الى أن توافر السيولة المعبر عنه بسعة المديونية عدّل العلاقة بين التنويع والقيمة الاقتصادية المضافة عكسياً بالنسبة الى شركات التنويع المترابط تحديداً بعد أن كانت قيمة معامل بيتا التنويع في النموذج الثاني سالبة ومعنوية بمستوى الدلالة المبينة حيالها. وهذا يؤثر بدوره إرتفاع قيمة شركات التنويع غير المترابط مع زيادة سعة المديونية وتوافر الموارد المالية من مصادرها الداخلية، والعكس صحيح، بسبب عدم حاجة هذه الشركات الى الأموال من مصادرها الخارجية إتجاه النمو والتوسع الى قطاعات أعمال جديدة غير مترابطة عبر قنوات الأقتراض ضمن مستويات محددة من إستعمال الرافعة المالية، في تحقيق هدف تعظيم القيمة أخذاً بالاعتبار الطروحات العلمية الخاصة بكفاءة سوق رأس المال الداخلي في توزيع الموارد المالية وتخصيصها بشكل كفوء بين صناعات وأسواق، خصوصاً بالنسبة الى تلك الشركات التي إفتقرت الى أواصر الترابط في عملياتها.

إختبار الدور التفاعلي للموارد المالية في العلاقة بين

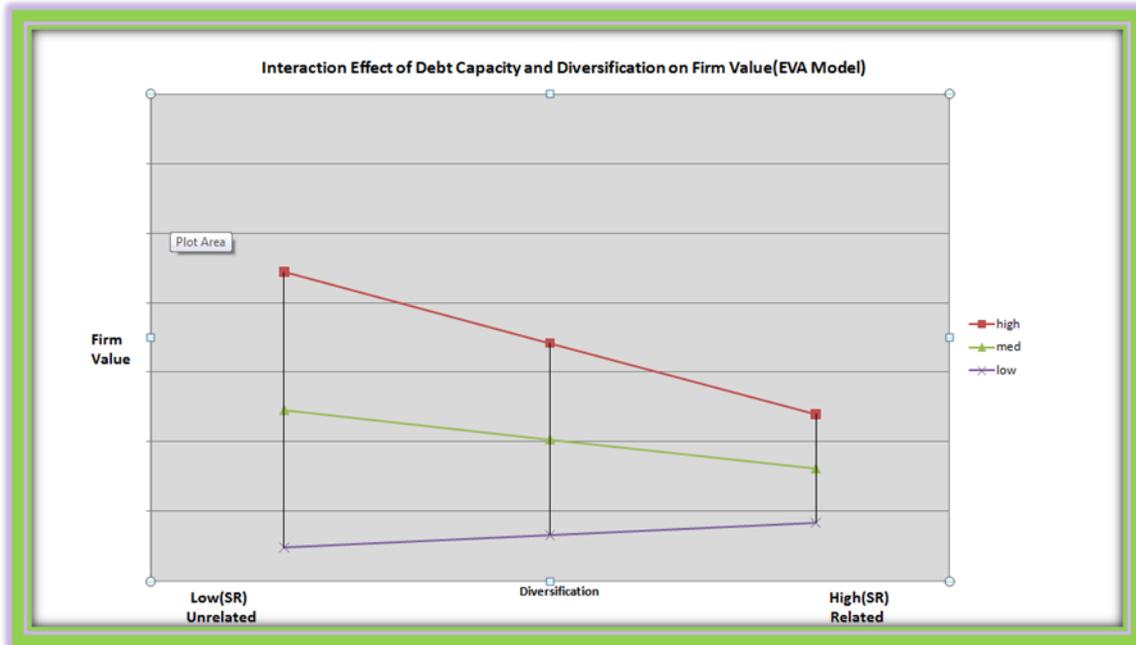
إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة

جدول (5) نتائج إختبار الفرضية الثانية

Model ٢				Model ١				التفاصيل
مستوى المعنوية	إحصاءة الأختبار	الخطأ المعياري	معامل الأتحدار	مستوى المعنوية	إحصاءة الأختبار	الخطأ المعياري	معامل الأتحدار	
P> z	z	Std. Err.	Coef.	P> z	z	Std. Err.	Coef.	EVA
٠.٠٠٦	-٢.٧٣	٠.٠٦	-٠.٢١	٠.٠٤١	٢.٠٥	٠.٠٢	٠.٠٥	التنويع
٠.٠١٥	٢.٤٣	٠.٢٨	٠.٦٩	٠.٠١٥	-٢.٤٣	٠.١٩	-٠.٤٧	سعة المديونية
٠.٠٤٨	-١.٩٨	٠.٠١	-٠.٣٠	—	—	—	—	حد التفاعل
٠.٣٥٣	٠.٩٣	٠.١٧٧	٠.١٦٤	٠.٦١٨	-٠.٥٠	٠.١٨٣	-٠.٩١	عمر الشركة
٠.٠٠٠	١٩.٤٠	٠.٨٠	١.٥٦٤	٠.٠٠٠	٢٠.٠١	٠.٠٧٨	١.٥٦٤	حجم الشركة
٠.٥١٢	-٠.٦٦	٠.٢٤٢	-٠.١٥٩	٠.٤٨١	-٠.٧١	٠.٢٤١	-٠.١٧٠	الرافعة المالية
٠.١٦٧	١.٣٨	١.٩٦٥	٢.٧١٧	٠.١١٢	١.٥٩	٢.٠٢٥	٣.٢١٨	التضخم
٠.٠٠٠	٥.٢١	١.٢٦٠	٦.٥٧٤	٠.٠٠٠	٥.٠٣	١.٣٠١	٦.٥٤٣	الناتج القومي الإجمالي
٠.٠٠٠	-١٥.٣٨	٠.٤٨٤	-٧.٤٤٨	٠.٠٠٠	-١٤.٤٤	٤٧٨.	-٦.٩١٥	ثابت الأتحدار (حد التقاطع)
			٠.٦٠٠				٠.٥٩٠	معامل التفسير R ²
			0.01				—	التغير في معامل التفسير ΔR ²
			٤٥٧.٠٧				٤٧٧.٠٨	إحصاءة Wald chi2
			٠.٠٠٠٠				٠.٠٠٠٠	Prob > chi2
	٢٩٤				٢٩٤			عدد المشاهدات n

ولكن يحتاج الحكم النهائي على مصداقية العلاقة بين المتغيرات الأساسية موضع الأختبار والتحليل باتجاهها وقوتها الى توفيق العلاقة البيانية في ما بينها بأستعمال البرنامج الإحصائي الجاهز (ModGragh)، إذ يظهر من الشكل (٦) التغيير العكسي في العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة عندما كانت سعة المديونية بوصفها المتغير التفاعلي مرتفعة وتغيير إيجابي في حال الانخفاض. وهذا يعني أن اتجاه العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة عكسية على مستوى شركات التنويع المترابط في حال سعة المديونية عالية، وإيجابية بالنسبة لشركات التنويع غير المترابط، وبالعكس، في حال سعة المديونية منخفضة. وهذا ما يؤكد معنوية العلاقة بين المتغيرات قوة واتجاه، ومن ثم ضرورة التسليم بصحة الفرضية الثانية وصدق ما تنبأت به من روابط ودلالات.

شكل (٦) التأثير التفاعلي لسعة المديونية (EVA Model)





إختبار الدور التفاعلي للموارد المالية في العلاقة بين

إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة

٣. إختبار الفرضية الثالثة

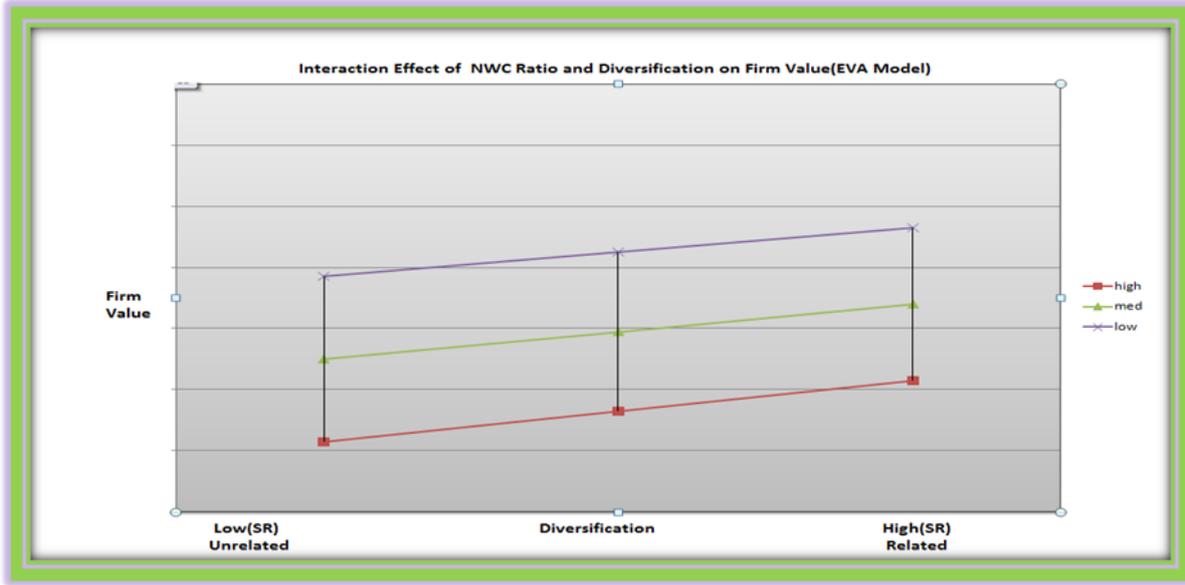
أسفرت نتائج إختبار الفرضية الثالثة على النحو الظاهر في الجدول (٦) عن عدم معنوية تأثير مخاطرة السيولة في قيمة المنشأة بدلالة قيمتها الاقتصادية المضافة (1 Model) $(\beta = -0.030, P = 0.327)$ علاوة على عدم معنوية تأثيرها التفاعلي مع التنويع في قيمة المنشأة (2 Model) $(\beta = 0.001, P = 0.769)$ والتي دحضت بذلك ما تنبأت به الفرضية من علاقة محددة بين المتغيرات باتجاهها وقوتها على الرغم من معنوية النموذج التي لربما تسببت فيها بقية المتغيرات من التي خضعت للسيطرة ضمن نموذج الإختبار. وهذا ما أكدته نتائج الإختبار البياني التي يوضحها الشكل (٧) بعد أن كشفت عن وجود تغيير إيجابي في العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة كلما إتجهت الشركات نحو الترابط في تنويع منتجاتها وأسواقها بصرف النظر عن حالة مخاطرة السيولة ما إذا كانت نسبة صافي رأس المال العامل إلى إجمالي إيرادات المبيعات عالية أم منخفضة السيولة، والعكس صح يح في ما يتعلق بشركات التنويع غير المترابط.

جدول (٦) نتائج إختبار الفرضية الثالثة

Model ٢				Model ١				التفاصيل
مستوى المعنوية	إحصاءة الإختبار	الخطأ المعياري	معامل الانحدار	مستوى المعنوية	إحصاءة الإختبار	الخطأ المعياري	معامل الانحدار	
$P > z $	z	Std. Err.	Coef.	$P > z $	z	Std. Err.	Coef.	EVA
0.002	3.09	.003	.009	0.001	3.22	.002	.009	التنويع
0.428	-0.79	.033	-.026	0.327	-0.98	.031	-.030	نسبة صافي رأس المال العامل
0.769	0.29	.005	.001	—	—	—	—	حد التفاعل
0.459	-0.74	.201	-.148	0.478	-0.71	.201	-.142	عمر الشركة
0.000	17.09	.088	1.511	0.000	17.23	.087	1.512	حجم الشركة
0.050	-1.96	.309	-.606	0.025	-2.25	.279	-.627	الرافعة المالية
0.531	0.63	4.168	2.614	0.531	0.63	.162	2.604	التضخم
0.015	2.43	2.541	6.181	0.015	2.43	.530	6.151	الناتج القومي الأجمالي
0.000	-14.68	.440	-6.461	0.000	-14.86	.435	-6.471	ثابت الانحدار (حد التقاطع)
			0.572				0.571	معامل التفسير R^2
			0.001				—	التغير في معامل التفسير ΔR^2
			412.69				406.69	إحصاءة $Wald\ chi^2$
			0.0000				0.0000	$Prob > chi^2$
	٢٩٤				٢٩٤			عدد المشاهدات n



شكل (7) التأثير التفاعلي لنسبة صافي رأس المال العامل (EVA Model)



وعلى هذا الأساس، قدمت نتائج إختبار فرضيات الدراسة إجابات واضحة عن تساؤلاتها التي أيدت فكرة إعتقاد قوة العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة وإتجاهها على توافر الموارد المالية دون كفاءة تخصيصها، بعد أن تزايدت قوة العلاقة الأيجابية بين المتغيرين في حال توافر الموارد المالية الداخلية وحدها بدلالة تراجع نسبة المديونية وزيادة سعة الأقتراض مشفوعة بتراجع نسبة التخصص وإرتفاع مستويات التنويع الى مديات عالية متجهة صوب التنويع غير المترابط، مما يوشر إرتفاع مستوى كفاءة سوق رأس المال الداخلي في هذا النوع من الشركات كما هو متوقع على ضوء ما جرى إستنباطه من مراجعة النظرية في هذا الخصوص.

خلاصة وإستنتاجات

التنويع ظاهرة أعمال معقدة لها أبعاد متعددة وتأثيرات متفاوتة ليست على وتيرة واحدة في أداء الشركات، لاسيما قيمتها بوصفها غاية تنشدها في طريق دال الى بلوغ رسالتها، لا بل تجسيد رؤيتها وترسيخ عقيدتها وتغليب فكرها وإثبات وجودها وكيانها. وقد أحدث هذا الاختلاف في إتجاه التأثير وقوته تناقضاً صارخاً أثار جدلاً واسعاً ومستمر في فكر إدارة الأعمال بين مؤيد لأيجابية التأثير وفكرة تعظيم القيمة، ومناهض يويد سلبية التأثير وفكرة تدمير القيمة.

وإستفهاماً لهذه الفجوة في تحديد طبيعة العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة، ولِدَ الدافع الى الولوج في دراسة الظاهرة وتأثيراتها المحتملة في قيمة المنشأة بعد تشخيصها عبر مراجعة مستفيضة للنظرية قادت الى إبداء الحل المقترح. ولعلها محاولة سابقة لغيرها في ردم الفجوة المذكورة في ظل عوامل موقفية إرتبطت بتوافر الموارد المالية وكفاءة تخصيصها بين قطاعات أعمال متعددة ودورها في تحديد العلاقة الصحيحة بين إستراتيجية التنويع وقيمة المنشأة بوصفها هدفاً معاصراً تسعى منظمات الأعمال قاطبة الى بلوغه بغية إرضاء المساهمين وضمان مواصلة تمويل عملياتها حين الحاجة الى ذلك.

وتأسيساً على ما سبق ذكره، وإنسجاماً مع ما تمخضت عنه نتائج الأختبار الأحصائي للفرضيات، جرى التوصل الى مجموعة من الاستنتاجات، لعلها تصب في الإجابة عن تساؤلات الدراسة بعد أن تلخصت بالاتي

١. أن التنويع بوصفه واحدة من التوجهات الإستراتيجية الرئيسة للمنشأة، ينبغي صياغتها على المستوى الشامل وتنفيذها عبر بناء محفظة الأعمال الإستراتيجية للمنشأة بعد دراسة تأثيراتها المحتملة في قيمتها، لأن ذلك من شأنه تجسير الفجوة المشخصة، والذي لاغنى عنه في مواجهة التعقيد المتزايد عبر نموذج معرفي تختص فيه منظمات الأعمال في بيئة القرن الحادي والعشرين.

٢. تعود العلاقة الأيجابية بين التنويع وقيمة المنشأة على وفق الدليل التجريبي الذي قدّمته نتائج الأختبار في حقيقتها الى صلاحية نظرية إعتمادية الموارد الداخلية أو المنظور المستند الى الموارد في تفسير تلك العلاقة بعد أن أسهم توافر الموارد المالية، بالدرجة الأساس، في تعديل العلاقة بين المتغيرين المذكورين بقوتها وإتجاهها المتوقع.

٣. وهذا ينم بدوره عن تحرك قيمة المنشأة في الإتجاه الأيجابي إستجابة للتأثيرات التفاعلية بين موارد المنشأة مع التنويع، لا سيما غير المترابط منه الذي فسّره إنخفاض نسبة التخصص وزيادة مستويات التنويع الى مديات عالية، وبما يفضي للقول بأن تعظيم قيمة الشركات المدروسة بدا مرهوناً بتعويض المنافع المرافقة للتنويع لما ترتب عليه من كلف، ومن ثم صافي التأثير الأيجابي للموارد المالية عالية المرونة في العلاقة بين التنويع وقيمة المنشأة في حال اللجوء الى خيار التنويع غير المترابط مقارنة بتأثيرها المحدود بالنسبة الى نظيره المترابط.

٤. ويوحى ذلك الى أن تعظيم قيمة المنشأة يعتمد على تراجع مستوى التخصص وإتجاه الشركات نحو التنويع غير المترابط عندما يتجه خزينها من الموارد المالية صوب التغيير الأيجابي معها وزيادة سعة المديونية للدلالة على كفاءة سوق رأس المال الداخلي ومحدودية الحاجة الى الأموال من مصادرها الخارجية، وبما يدل على الدور التفاعلي المؤثر للموارد المالية في العلاقة بين التنويع غير المترابط وقيمة المنشأة نظراً لمرونتها العالية التي أتاحت إمكانية توظيفها في تنفيذ خيارات التنويع بمنتجات غير مترابطة في أسواقها المختلفة.



٥. إنَّ إختيار شركات العينة بين خياراتها في التنويع المترابط مقابل التنويع غير المترابط، إنَّما هو في الأساس قرار للمبادلة بين إقتصاديات النطاق مقابل إقتصاديات الحجم، إعتمدت بموجبه إمكانية تحقيق هدف تعظيم قيمة الشركات الخاضعة للتحليل على درجة الأدخارات الكفوية المتحققة من التنويع في كلا الأتجاهين.

٦. لم يعد تعظيم قيمة المنشأة معياراً تركنُ إليه الشركات المنوعة عند قياس فاعليتها في تحقيق هدف تعظيم ثروة المساهمين وحدهم، بل معياراً ناجعاً هيئ لها فرصة الظهور بصورة التنافس الأستراتيجي الذي مدها بأسباب النجاح في مزاوله نشاطاتها المختلفة عبر أسواقها المتعددة والمساهمة في تحقيق أهداف الأطراف الأخرى ذوي المصالح من المتعاملين معها زبائن ومجهزين، مدراء وعاملين أسوة بمحيطها الأوسع من المجتمع الذي تحيي فيه الى الحد الذي جعلها من كبريات الشركات العالمية متعددة القطاعات وأكثرها ثراءً في إطار تنافسياتها الأستراتيجية متعددة المجالات.

المراجع والمصادر العربية

أولاً: الكتب

١. العنزي، سعد علي و راضي، جواد محسن، (٢٠١١)، التحالفات الاستراتيجية في منظمات الأعمال: مفاهيم ومداخل وتطبيقات، ط١، عمان : دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
٢. الغالبي، طاهر محسن منصور وإدريس، وائل محمد صبحي، (٢٠٠٩)، الإدارة الاستراتيجية: منظور منهجي متكامل، ط٢، عمان : دار وائل للنشر والتوزيع.
٣. كاظم، أموري هادي ومسلم، باسم شلبية، (٢٠٠٢)، القياس الأقتصادي المتقدم : النظرية والتطبيق. بغداد: دنيا الأمل.

ثانياً: النشرات

٤. التقارير السنوية للشركات عينة البحث خلال مدته الممتدة بين الأعوام (٢٠٠٥-٢٠١١).

المراجع والمصادر الأجنبية

أولاً: الكتب

- 5.Barney,Jay B. and Hesterly,William S.,(2010).Strategic Management and Competitive Advantage,3rd.ed. New Jersey : Pearson Education, Inc.
- 6.Black,Ken.(2011).Applied Business Statistics: Making Better Business Decisions,6th.ed., New York: John Wiley & Sons,Inc.
- 7.Bower, Joseph L. and Gilbert, Clark G.(2005). From Resource Allocation to Strategy. Oxford and New York: Oxford University Press.
- 8.Broyles, Jack.(2003).Financial Management and Real Options, England: John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester.
- 9.Cantwell, John, Gambardella, Alfonso and Granstrand, Ove.(2004).The Economics and Management of Technological Diversification, N.Y.: Taylor & Francis.
- 10.Chapra , Steven C. and Canale , Raymond P. (2006). Numerical Methods for Engineers,5th.ed.N.Y.:The McGraw-Hill Companies,Inc.
- 11.David,Fred. R.(2011).Strategic Management:Concepts and Cases,13th.ed. New Jersey : Pearson Education, Inc.



- 12.Hitt , Michael A., Ireland, R. Duane and Hoskisson, Robert E. (2001).Strategic Management: Competitiveness and Globalization, 4th.ed.,USA:South-Western College Publishing.
- 13.Holler, Annette.(2009). New Metrics for Value-Based Management: Enhancement of Performance Measurement and Empirical Evidence on Value-Relevance,1st.ed., Germany: Gabler | GWV achverlage GmbH, Wiesbaden.
14. Johnson, Scholes and Whittington.(2009).Fundamentals of Strategy,Uk: Pearson Education Limited.
15. Jonker , Jan and Pennink , Bartjan W.(2010).The Essence of Research Methodology: A Concise Guide for Master and PhD Students in Management Science , Berlin Heidelberg: Springer-Verlag.
- 16.Klier, Daniel O.(2009). Managing Diversified Portfolios: What Multi-Business Firms Can Learn from Private Equity,Germany: Physica-Verlag Heidelberg.
- 17.Kruschwitz and Loffler.(2006).Discounted cash flow: a Theory of the Valuation of Firms, New Jersey : John Wiley & Sons Inc.
- 18.Mun, Johnathan. (2006).Modeling Risk: Applying Monte Carlo Simulation, Real Options Analysis, Forecasting, and Optimization Techniques. USA: Hoboken , New Jersey:John Wiley & Sons, Inc.
- 19.Nothnagel,Katja.(2008).Empirical Research Within Resource-Based Theory,1st.ed.Gabler I GWV Fachverlage GmbH , Wiesbaden.
- 20.Pearce, John A. and Robinson, Richard B.(2003). Formulation, Implementation, and Control of Competitive Strategy,8th.ed. N. Y.: McGraw-Hill Companies , Inc.
- 21.Penrose, E.T. (1959).The Theory of the Growth of the Firm. New York: John Wiley.
- 22.Rogers, Jamie.(2002).Strategy, Value and Risk – The Real Options Approach,1st.ed.,N.Y.: Palgrave Publishers Ltd (formerly Macmillan Press Ltd).
- 23.Rumelt , R. P. (1974). Strategy, structure and economic performance. Boston, MA : Division of Research, Harvard Business School.
- 24.Schwenker,Burkhard and Spremann,Klaus.(2009).Management between Strategy and Finance.Berlin:Springer-Verlag Heidelberg.
- 25.Sekaran,Uma and Bougie,Roger.(2010).Research Methods for Business : A Skill Building Approach , 5th.ed., U.K.: John Wiley & Sons Ltd.
- 26.Tharenou, Phyllis, Donohue, Ross and Cooper, Brian.(2007).Management Research Methods. N.Y.: Cambridge University Press.
- 27.Thiétart et al , Raymond-Alai.(2001). Doing Management Research , (Translated by Wauchope, Samantha) , London: SAGE Publications.
- 28.Thomas,Rawley and Gup, Benton E.(2010). The Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners. New Jersey : John Wiley & Sons, Inc.



- 29.Thompson, Jr., Arthur A., Strickland, A., J., and Gamble, John E. (2007). **Crafting and Executing Strategy- The Quest for Competitive Advantages: Concepts and Cases, 15th.ed.** New York: The McGraw-Hill Companies, Inc.
- 30.Titman,Sheridan, Keown,Arthur J. and Martin,John D.(2011).**Financial Management: Principles and Applications.**N.Y.:Pearson Education ,Inc.
- 31.Van Horne, James C. and Wachowicz, Jr., John M.(2009).**Fundamentals of Financial Management,13th.ed.,N.Y.: Pearson Education Limited.**

ثانياً: المجلات والدوريات

- 32.Aguinis,Herman.(1995).Statistical Power Problems With Moderated Multiple Regression in Management Research. *Journal of Management*,21(6),1141-1158.
- 33.Ahn, Seungpil.(2009). The Dynamics of Diversification Discount. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*,38(2), 277-310.
- 34.Berger , P. G. & Ofek , E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics* , 37 , 39 – 65.
- 35.Bernardo, Antonio E. and Chowdhry, Bhagwan.(2002). Resources, real options, and corporate strategy. *Journal of Financial Economics* 63, 211–234.
- 36.Bowen,H. P. and Wiersema,M. F.(2005).Foreign–Based Competition and Corporate Diversification Strategy. *Strategic Management Journal* ,26,1153-1171.
- 37.Brown, Lawrence D. and Caylor, Marcus L.(2006). Corporate governance and firm valuation, *Journal of Accounting and Public Policy* 25, 409–434.
- 38.Burgers, Willem, Padgett, Dan, Bourdeau, Brian and Sun, Andy.(2009). Revisiting the Link Between Product and Industry: Diversification and Corporate Performance.5(1), 367- 379.
- 39.Carte, Traci A. and Russell, Craig J.(2003). In Pursuit of Moderation : Nine Common Errors and Their Solutions. *MiS Quarterly*,27(3), 479-501.
- 40.Chatterjee , S. & Wernerfelt , B. (1991). The link between resources and type of diversification:Theory and evidence. *Strategic Management Journal* , 12 (1) , 33 – 48.
- 41.Daud, Wan Mohd Nazri Wan, Salamudin, Norhana Binti and Ahmad, Ismail Bin.(2009). Corporate Diversification and Performance. *IBEJ*,2(1),1-18.
- 42.Denis , D. J. , Denis , D. K. , & Sarin, A. (1997). Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *The Journal of Finance* , 52 (1) , 135 – 160.
- 43.Hsu, Chia-Wen and Liu, Heng-Yih.(2008). Corporate Diversification and Firm Performance: The Moderating Role of Contractual Manufacturing Model. *Asia Pacific Management Review* 13(1), 345-360.



44. Johnson, Anthony J., Onwuegbuzie, Anthony J. and Turner, Lisa A. (2007). Toward a Definition of Mixed Methods Research. *Journal of Mixed Methods Research*, 1(2), 112-133.
45. Kahloul, Ines and Hallara, Slaheddine. (2010). The Impact of Diversification on Firm Performance and Risk: An Empirical Evidence. *International Research Journal of Finance and Economics*, 35, 150-162.
46. Maksimovic, V. and Phillips, G. (2002). Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently across Industries? Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 57(2), 721-767.
47. Martin, J. D. and Sayrak, A. (2003). Corporate diversification and shareholder value: A survey of recent literature. *Journal of Corporate Finance*, 9 (1), 37 – 57.
48. Miller, D. J. (2006). Technological diversity, related diversification, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 27 (7), 601 – 619.
49. Palich, L. E., Cardinal, L. B., & Miller, C. C. 2000. Curvilinearity in the diversification–performance linkage: An examination of over three decades. *Strategic Management Journal*, 21: 155-174.
50. Pandya, Anil M. and Rao, Narendar V. (1998). Diversification and Firm Performance: An Empirical Evaluation. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 11(2), 67-81.
51. Raduan, C. R., Jegak, U., Haslinda, A and Alimin, I. I. (2009). Management, Strategic Management Theories and the Linkage with Organizational Competitive Advantage from the Resource-Based View. *European Journal of Social Sciences*, 11(3), 402-418.
52. Rumelt, R. P. (1982). Diversification strategy and profitability. *Strategic Management Journal*, 3(4), 359-369.
53. Villalonga, B. (2004). Diversification discount of premium? New evidence from the business information tracking series. *The Journal of Finance*, 54 (2), 479 – 506.
54. Wan, William P., Hoskisson, Robert E., Short, Jeremy C. and Yiu, Daphne W. (2011). Resource-Based Theory and Corporate Diversification: Accomplishments and Opportunities, *The Journal of Management*, 37(5), 1335-1368.
55. Wernerfelt, Birger. (1984). A Resource-based View of the Firm. *Strategic Management Journal*, 5, 171-180.

ثالثاً: الرسائل والأطاريح الجامعية

56. Miller, Douglas J. (2000), Corporate Diversification, Relatedness and Performance, Doctoral Dissertation, The Ohio State University. Retrieved from www.library.ohiou.edu/.
57. Natarajan, Vivek Shankar. (2006). Viewing New Product Development Through the Real Options Lens: An Empirical Investigation of Market Reaction and the Role of Contextual Factors, Doctoral Dissertation, The University of Texas. Retrieved from www.library.ohiou.edu/.
58. Seoudi, Iman. (2009). The Resource-Capability-Competence Perspective in Strategic Management: A Re-Appraisal of the Epistemological and Theoretical Foundations. Doctoral Dissertation, Case Western Reserve University. Retrieved from www.library.ohiou.edu/.



رابعاً: الدراسات وأوراق العمل المقدمة إلى المؤتمرات

59. Andrés, Pablo de, Fuente, Gabriel de la and Velasco, Pilar.(2012). Tackling the Corporate Diversification –Value Puzzle using the Real Options' Approach. Paper Presented at 16th Annual International Conference on Real Options : Theory Meets Practice. London (EEngland). Retrieved from realoptions.org/openconf2012/data/papers/57.
60. Bernardo, Antonio, Chowdhry, Bhagwan, Palia, Darius and Sernova, Elena.(2000). Real Options and the Diversification Discount. Retrieved from WWW.realoptions.org.
61. Carlile and Christensen.(2005).The Cycles of Theory Building in Management Research. Retrieved from www.hbs.edu/faculty/Pages/download.aspx?name.
62. Galvan, Antonio and Pindado, Julio. (2007). Diversification: Value- Creating or Value – Destroying Strategy? Evidence from Using Panel Data. Retrieved from www.ideas.repec.org.
63. Hoechle, Daniel, Schmid, Markus , Walter, Ingo and Yermack, David.(2009). How Much of the Diversification Discount Can be Explained by Poor Corporate Governance?. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1341006>.
64. K'ezdi, G'abor.(2003). Robust Standard Error Estimation In Fixed-Effects Panel Models. Retrieved from papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm.
65. Kumar, Jayesh.(2003). Agency Theory and Firm Value in India. Retrieved from papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm.
66. Lyandres, Evgeny.(2007). Strategic Cost of Diversification. Retrieved from www.oxfordjournals.org.
67. Rumelt, Richard P.(1977). Corporate Diversification Strategies and Financial Performance. Retrieved from www.anderson.ucla.edu/faculty/dick.

خامساً: المواقع الألكترونية للبيانات

68. <https://www.en.wikipedia.org>.
69. <https://WWW.inflationdata.com>.
70. <https://WWW.isqx.com>.
71. <https://WWW.library.nu>.
72. <https://WWW.money.cnn.com>.
73. <https://WWW.moneycafe.com>.
74. <https://www.nyse.com>.
75. <https://www.tradingeconomics.com>.
76. <https://www.treasury.gov>.
77. <https://www.yahoo.finance.com>.



Testing the Moderating Role of Financial Resources in the Relationship between Diversification Strategy & Firm Value

ABSTRACT

It has aimed by this research at presenting new interpretations to diversification phenomenon and its possible effects on firm value. These interpretations are culminated by the disclosure of the distinct role of resource-based view in the study of relationship between diversification strategy and firm value. The study has conducted on a sample consisted of the largest American companies listed in Fortune 500 along with seven years period (2005-2011). This first local attempt, which has based on panel dat--a analysis for interpreting an expected variance of firm value due to diversification strategy, may helps with a clear vision to solve the contradiction and confusion surrounded the true linkages between the two studied constructs , as a strategic objective pursued towards the intent of survival in the radical environment of 21-st century. Careful awareness conceptualization of the study's problem with its dimensions on the one hand, and trying to overcome its effects on the other hand, have led to deduct many hypotheses to explain the relationship between diversification and firm value, which have been coincided with moderators in consistent with the resource-based theory. The statistical analysis has revealed that both direct effect and financial resources availability hypotheses were valid, which have explained the significant moderating role of a high flexibility financial resources in the relationship between unrelated diversification and firm value.

Keywords: diversification strategy, firm value, Moderating Role, Financial Resources, Fortune 500.